



**Sílvia Isabel Vidal  
Pinho**

**EXPORTAÇÕES E RESTRIÇÕES FINANCEIRAS:  
ANÁLISE À INDÚSTRIA DE CALÇADO PORTUGUÊS**



**Sílvia Isabel Vidal  
Pinho**

## **EXPORTAÇÕES E RESTRIÇÕES FINANCEIRAS: ANÁLISE À INDÚSTRIA DE CALÇADO PORTUGUÊS**

Dissertação apresentada à Universidade de Aveiro para cumprimento dos requisitos necessários à obtenção do grau de Mestre em Economia, realizada sob a orientação científica da Professora Doutora Mara Teresa da Silva Madaleno, Professora Auxiliar do Departamento de Economia, Gestão e Engenharia Industrial da Universidade de Aveiro, e co orientação científica da Professora Doutora Celeste Maria Dias de Amorim Varum, Professora Auxiliar do Departamento de Economia, Gestão e Engenharia Industrial da Universidade de Aveiro.

*“A chave do sucesso está em focar a nossa mente nas coisas que mais desejamos e não naquilo que tememos.”*

Brian Tracy

## **o júri**

presidente

**Professora Doutora Margarita Matias Robaina Alves**  
Professora Auxiliar, Universidade de Aveiro

**Professora Doutora Rosa Maria Correia Fernandes Portela Forte**  
Professora Auxiliar, Faculdade de Economia da Universidade do Porto

**Professora Doutora Celeste Maria Dias de Amorim Varum**  
Professora Auxiliar, Universidade de Aveiro

## **agradecimentos**

A concretização da presente dissertação não seria possível sem empenho e colaboração de várias pessoas a quem quero exprimir o meu profundo agradecimento.

Em primeiro lugar, agradecer à minha orientadora, Professora Doutora Mara Madaleno, e coorientadora, Professora Doutora Celeste Varum, pela ajuda, incentivo, disponibilidade e interesse permanente ao longo de toda a investigação.

Agradeço, igualmente, aos meus colegas de curso e professores pelo apoio e partilha de conhecimentos ao longo destes dois anos.

Finalmente, agradeço a toda a minha família, em especial aos meus pais que me proporcionaram este percurso académico, por todo o apoio e incentivo para a conclusão desta importante etapa da minha vida.

A todos os que contribuíram para a conclusão da presente dissertação, a vós os meus sinceros agradecimentos.

## **palavras-chave**

Restrições Financeiras, Liquidez, Exportações, Calçado, Portugal

## **resumo**

É anunciado na literatura que as empresas exportadoras possuem comportamentos distintos das empresas não exportadoras quando estão perante uma decisão de investimento (Campa e Shaver, 2002; Espanol, 2006; Manole e Spatareanu, 2010; Askenazy, Caldera, Gaulier e Irac, 2015; Manole e Spatareanu, 2015). Neste contexto, a presente dissertação tem como objetivo responder às seguintes questões: terão as empresas exportadoras mais restrições de liquidez do que as empresas não exportadoras perante uma decisão de investimento? Será que a atividade internacional que as empresas exportadoras exercem ajudará a enfrentar as restrições de liquidez que possam surgir? Para esse efeito, são analisadas 181 empresas da indústria de calçado português, caracterizada pelo contributo que tem dado à economia portuguesa, durante o período de 2011 a 2013. Deste modo, para além do enquadramento teórico que existe no universo literário acerca do tema, explora-se empiricamente o mesmo e, numa fase posterior, confrontam-se os resultados obtidos com os que a literatura evidencia. Com base nos dados, é possível constatar que as empresas exportadoras investem mais e têm maiores taxas de crescimento das vendas comparativamente às não exportadoras e que as empresas exportadoras têm apostado fortemente no mercado extracomunitário, exportando cada vez mais para o mercado fora da zona Euro. Em termos econométricos, o estudo induz à conclusão de que as empresas exportadoras financiam os seus investimentos mais facilmente que as empresas não exportadoras, salientando que, enfrentando restrições de liquidez, estas terão menos problemas de financiamento.

**keywords**

Financial Constraints, Liquidity, Exports, Footwear Industry, Portugal

**abstract**

It is advertised in the literature that exporting firms have distinct behaviors of non-exporting companies when they are facing an investment decision (Campa and Shaver, 2002; Espanol, 2006; Manole and Spatareanu, 2010; Askenazy, Caldera, Gaulier and Irac, 2015; Manole and Spatareanu, 2015). Thus, this thesis aims to answer the following questions: will the exporting companies face more liquidity constraints than non-exporting companies before an investment decision? Does the international activity that exporting companies exercise help address the liquidity constraints that might arise? To that end, we analyzed 181 companies in the Portuguese footwear industry, characterized by the contribution that this has given to the Portuguese economy during the period from 2011 to 2013. Thus, beyond the theoretical framework that exists in the literary world about the theme we explore empirically the subject and, at a later stage, it is confronted with the results revealed by the literature. Based on the data, it was found that the exporting companies invest more and have higher growth rates in sales compared to non-exporting and that exporting companies have strongly backed the extra-market, exporting more and more to the market outside the Euro zone. In econometric terms, the study leads to the conclusion that the exporting companies finance their investments more easily than non-exporting companies, noting that, facing liquidity constraints, these have fewer funding problems.

## ÍNDICE

1. INTRODUÇÃO .....	1
2. ENQUADRAMENTO TEÓRICO .....	3
2.1. Relação Exportações vs. Investimento e <i>Cash flow</i> .....	14
2.2. Relação Exportações vs. Restrições de liquidez.....	16
2.3. Relação Exportações vs. Outros fatores diferenciadores.....	20
2.3.1. Dimensão das Empresas.....	20
2.3.2. Custos de entrada .....	21
2.3.3. Financiamento Bancário.....	21
2.3.4. Produtividade/ Crescimento das Vendas.....	22
2.3.5. Integração Monetária Europeia .....	23
2.4. Questões de Investigação.....	24
3. ENQUADRAMENTO SETORIAL.....	25
3.1. A indústria de calçado em Portugal.....	25
3.2. A indústria de calçado no Mundo.....	33
4. DADOS E METODOLOGIA.....	37
4.1. Fonte de dados.....	37
4.2. Especificação e forma de cálculo das variáveis.....	38
4.2.1. Variável Dependente.....	39
4.2.2. Variáveis Independentes .....	39
4.3. Modelos e variáveis.....	41
5. ANÁLISE EMPÍRICA .....	45
5.1. Estatística descritiva.....	45
5.2. Resultados econométricos.....	55
5.2.1. Resultados da estimação – Modelo 1.....	56
5.2.2. Resultados da estimação – Modelo 2.....	61
5.2.3. Resultados da estimação – Modelo 3.....	65



6. DISCUSSÃO DE RESULTADOS .....	69
7. CONCLUSÃO .....	73
REFERÊNCIAS .....	77

## ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1- Ponto ótimo relação investimento-dívida .....	15
Gráfico 2- Divisão da Amostra (por tipologia das empresas).....	38
Gráfico 3- Evolução do investimento das empresas da indústria de calçado português...45	
Gráfico 4- Evolução da dívida das empresas da indústria de calçado português .....	46
Gráfico 5- Crescimento das vendas das empresas da indústria de calçado português ....47	
Gráfico 6- Evolução das exportações das empresas da indústria de calçado português .48	

## ÍNDICE DE ILUSTRAÇÕES

Ilustração 1- Relação saúde financeira vs. mercado de exportação.....	18
---	----

## ÍNDICE DE TABELAS

Tabela 1- Revisão de Literatura .....	5
Tabela 2- Efeito do <i>Cash flow</i> e do Investimento nas Exportações .....	16
Tabela 3- Efeito das Restrições Financeiras nas Exportações.....	19
Tabela 4- Peso do setor da indústria de calçado nas indústrias transformadoras .....	26
Tabela 5- Evolução do número de empresas da indústria de calçado português .....	26
Tabela 6- Evolução da balança comercial da indústria de calçado português.....	27
Tabela 7- Volume de Negócios: Taxa de Crescimento Anual .....	28
Tabela 8- Evolução do número de trabalhadores da indústria de calçado português .....	28
Tabela 9- Peso das Empresas de Elevado Crescimento (EEC) .....	29
Tabela 10- Exportações (em percentagem do volume de negócios).....	29

Tabela 11- Evolução das exportações e do preço médio do calçado exportado da indústria de calçado português .....	30
Tabela 12- Rendibilidade dos Capitais Próprios.....	31
Tabela 13- Autonomia Financeira .....	32
Tabela 14- Estrutura do Passivo .....	32
Tabela 15- Evolução do financiamento obtido junto de Instituições de Crédito .....	33
Tabela 16- Posição e quota de Portugal nas exportações Mundiais de calçado .....	34
Tabela 17- Cálculo da Variável Dependente .....	39
Tabela 18- Cálculo das Variáveis Independentes .....	40
Tabela 19- Variação percentual do investimento .....	46
Tabela 20- Variação percentual das vendas .....	48
Tabela 21- Variação percentual das exportações (Total, Mercado Comunitário e Mercado Extracomunitário).....	49
Tabela 22- Estatística Descritiva (para todas as empresas em análise).....	50
Tabela 23- Estatística Descritiva (apenas empresas com <i>cash flow</i> positivo) .....	51
Tabela 24- Matriz de correlação (para todas as empresas em análise) .....	52
Tabela 25- Matriz de Correlação (apenas empresas com <i>cash flow</i> positivo) .....	54
Tabela 26- Resultados da estimação- Modelo 1 .....	57
Tabela 27- Teste de Hausman- Modelo 1 .....	58
Tabela 28- Efeito Esperado vs. Efeito Obtido- Modelo 1 .....	59
Tabela 29- Resultados da estimação- Modelo 2 .....	62
Tabela 30- Teste de Hausman- Modelo 2 .....	63
Tabela 31- Efeito Esperado vs. Efeito Obtido- Modelo 2.....	64
Tabela 32- Resultados da estimação- Modelo 3 .....	66
Tabela 33- Teste de Hausman- Modelo 3 .....	67
Tabela 34- Efeito Esperado vs. Efeito Obtido- Modelo 3.....	68
Tabela 35- Efeito Esperado vs. Efeito Obtido.....	70

## 1. INTRODUÇÃO

A presente dissertação tem como principal objetivo estudar se o facto de uma empresa ser exportadora interfere positiva ou negativamente no que diz respeito às restrições de liquidez das empresas portuguesas da indústria de calçado quando estas estão perante uma tomada de decisão de investimento. Ou seja, a investigação incide e explica se, perante uma decisão de investimento, o padrão de comportamento das empresas exportadoras difere das empresas não exportadoras, analisando a indústria de calçado português. Deste modo, pretende-se com o presente estudo responder às seguintes questões: terão as empresas exportadoras mais restrições de liquidez do que as empresas não exportadoras perante uma decisão de investimento? Será que a atividade internacional que as empresas exportadoras exercem ajudará a enfrentar as restrições de liquidez que possam surgir?

O período do estudo é de 3 anos, compreendidos entre 2011 e 2013, e é composto por uma amostra de 181 empresas da indústria de calçado português, sendo que 94 são empresas com atividade internacional e as restantes 87 são empresas domésticas (que só vendem para o mercado nacional). Numa fase posterior, a análise incide apenas sobre as empresas que detêm *cash flows* positivos e, após o filtro, a amostra final é composta por 148 empresas, das quais 78 são empresas exportadoras e 70 são empresas não exportadoras.

Tendo como suporte o trabalho desenvolvido por Manole e Spatareanu (2010) realizado na República Checa, a presente dissertação baseia-se no mesmo estudo, aplicando-o ao caso português de forma a compreender qual é o comportamento das empresas exportadoras perante uma tomada de decisão de investimento e se o mesmo difere das empresas não exportadoras.

A presente investigação está organizada em sete capítulos. No primeiro, é apresentada uma breve introdução sobre a problemática em estudo, sendo que no segundo é realizado um enquadramento teórico analisando a literatura empírica existente acerca da temática, finalizando com as principais questões de investigação. Já no terceiro capítulo, é realizado um enquadramento setorial da indústria de calçado português a nível nacional e a nível internacional, através do estudo realizado pelo Banco de Portugal (2012) que apresenta a indústria de calçado em termos comparativos com a indústria transformadora e com as Sociedades Não Financeiras, em que se insere. No quarto capítulo, é explicitada a fonte de dados utilizada para a investigação, bem como a descrição e forma de cálculo das variáveis estudadas. Para além disso, no mesmo

capítulo são apresentados e explorados os três modelos econométricos utilizados para a investigação. No quinto capítulo, é analisada a estatística descritiva, bem como os resultados econométricos para os três modelos em estudo, sendo que no sexto capítulo é realizada uma discussão de resultados sobre a relação que possa existir entre o investimento, as exportações e as restrições de liquidez, seguindo-se as principais conclusões alcançadas através do estudo no sétimo capítulo.

## 2. ENQUADRAMENTO TEÓRICO

Um dos grandes constrangimentos que muitas das empresas enfrentam, principalmente em períodos conturbados, é a dificuldade de terem acesso ao financiamento externo, visto que tal facto impede-as de verem realizados determinados investimentos cruciais para o seu crescimento ou até mesmo para a sua sobrevivência nos mercados em que se inserem.

As empresas exportadoras, quando confrontadas com tais limitações, poderão sentir graves dificuldades económico-financeiras visto que, para se manterem nos mercados externos em que se inserem, precisam de realizar investimentos constantes para continuarem a adotar a estratégia da internacionalização.

A literatura existente sobre a relação entre as exportações, o investimento e o financiamento a nível microeconómico tem vindo a despertar interesse nos últimos anos (Wagner, 2014; Askenazy, Caldera, Gaulier e Irac, 2015). Ao nível da empresa existem trabalhos empíricos que analisam a relação entre o financiamento, o comportamento do investimento e as exportações, sendo que, tanto quanto foi possível inferir, existe uma única contribuição teórica neste tipo de literatura.

Chaney (2013) evidenciou que, uma vez que existem custos afundados associados à entrada nos mercados estrangeiros e, uma vez que as empresas estão limitadas no que diz respeito ao financiamento desses mesmos custos, apenas as empresas que são capazes de gerar bastante liquidez estarão aptas para exportar e superar tal investimento. Contudo, este mesmo autor não comprovou tal afirmação de forma empírica.

Esta temática começou a ser explorada empiricamente por Campa e Shaver (2002) tendo sido os primeiros autores a analisarem a problemática. Durante o período compreendido entre 1990 e 1998, os autores selecionaram as empresas do setor da indústria Espanhola que detivessem mais de 200 trabalhadores. Os autores utilizaram variáveis financeiras a nível micro e macroeconómico como, por exemplo, o nível de endividamento e a variação do Produto Interno Bruto, respetivamente, e concluíram que as variações dos *cash flows* e dos investimentos realizados são mais estáveis para as empresas exportadoras do que para as empresas não exportadoras. Tal resultado sugere que as empresas exportadoras da indústria Espanhola são mais estáveis financeiramente do que as empresas não exportadoras quando estas necessitam de ter liquidez suficiente para investir.

Desde então, diversos autores exploraram a relação existente entre o investimento e o comportamento das empresas exportadoras face às restrições de liquidez. Para a elaboração da presente dissertação procedeu-se a uma pesquisa ao universo literário já existente acerca do tema em estudo: a análise ao comportamento das empresas exportadoras quando confrontadas com restrições de liquidez perante uma decisão de investimento face às demais empresas, de modo a conseguir entender a possível relação e quais as variáveis que permitiram estudar esta temática.

Para a pesquisa sobre o universo literário económico existente acerca do tema, foram utilizadas duas bases de dados: a “*Scopus*” e a “*Elsevier*”, detetando cerca de 31 *papers* que estudam a problemática em causa. Os *papers* foram analisados e selecionados tendo por base dois critérios de inclusão: o foco que cada um dava à temática e, tendo em conta que se pretendia uma análise a nível microeconómico, selecionaram-se 21 *papers* para a presente investigação.

Neste sentido, surge a base de dados para a elaboração da presente dissertação (tabela 1) que salienta detalhadamente os *papers* que serviram de apoio à sua execução:

**Tabela 1- Revisão de Literatura**

<b>País(es) Autor(es) (Ano)</b>	<b>Dados</b>	<b>Principais Variáveis utilizadas</b>	<b>Metodologia</b>	<b>Principais Conclusões</b>
<b>Alemanha</b> Wagner (2014)	Foi utilizada uma base de dados de uma agência de <i>rating</i> de crédito Alemã, a Creditreform. A amostra é composta por 5.488 empresas, durante o período de 2007/2008 e 5.743 empresas, durante o período de 2008/2009.	→ Notação de Crédito (a notação é baseada em 15 características das empresas); → Dimensão da Empresa; → Produtividade.	Modelo Logit e Probit	→ Relação positiva entre a pontuação de <i>rating</i> de crédito de uma empresa e a probabilidade tanto de que essa empresa seja exportadora, como que tenha um maior volume de negócios com as exportações; → A média da notação de <i>rating</i> é menor para as empresas exportadoras do que para as não-exportadoras, ou seja, as empresas exportadoras têm uma melhor notação de <i>rating</i> .
<b>Argentina</b> Espanol (2006)	Foram utilizados dados de 74 grandes empresas Argentinas listadas na <i>Buenos Aires Stock Market</i> , dividindo-as em empresas exportadoras e não-exportadoras, durante o período de 1992 a 2001.	→ <i>Cash flow</i> ; → Investimento Bruto; → Total das Vendas; → <i>Working Capital</i> ; → Total do Passivo.	Dados em Pannel, testado com três modelos econométricos: efeitos aleatórios, efeitos fixos e variáveis instrumentais.	→ Contrariamente ao que é comumente ressaltado na literatura, as empresas exportadoras são as que enfrentam maiores restrições financeiras; → A taxa de lucro das empresas exportadoras é maior do que a das empresas não exportadoras; → A variável investimento tem uma relação positiva com a dívida quando o nível da dívida é baixo, mas uma relação negativa para grandes índices de endividamento.
<b>Espanha</b> Campa e Shaver (2002)	O estudo foi apoiado pela <i>Fundación Empresa Pública</i> com um suporte financeiro do Ministério da Indústria Espanhola. Foram selecionadas as empresas com mais de 200 trabalhadores. No total, foram analisadas 3.057 empresas da indústria Espanhola, durante o período de 1990 e 1998.	→ Investimento; → Crescimento das Vendas; → <i>Cash flow</i> ; → Endividamento (medido como a percentagem de dívida para o total de financiamento); → Margem de Lucro; → Exportações.	Modelo GLS com Efeitos Fixos e aleatórios/ Modelo Tobit.	→ Os resultados sugerem que o <i>cash flow</i> e os investimentos de capital dos exportadores são mais estáveis do que as empresas não-exportadoras; → As restrições de liquidez são menos vinculativas para as empresas exportadoras do que para as não-exportadoras; → Apenas as empresas lucrativas ou empresas que têm facilidade no acesso ao crédito podem compensar os custos de começar a exportar; → As empresas que têm acesso ao endividamento podem investir mais do que as empresas que não têm acesso à dívida, tornando consistente a existência de restrições ao crédito.

País(es) Autor(es) (Ano)	Dados	Principais Variáveis utilizadas	Metodologia	Principais Conclusões
<b>França</b> Bellone, Musso, Nesta e Schiavo (2010)	Utilizam duas fontes de dados: a primeira é a <i>Enquête Annuelle d'Entreprises</i> (EAE), pesquisa anual realizada pelo Ministério da Indústria, que reúne balanços e informações de todas as empresas de fabricação com pelo menos 20 trabalhadores; a segunda fonte de dados é a DIANE publicada publicado pelo <i>Bureau van Dijk</i> , que contém dados de mais de 1 milhão de empresas (francesas). Filtrados os resultados, foram analisadas 25.000 empresas, durante o período de 1993 e 2005.	<p>→ Total do Ativo;</p> <p>→ Rentabilidade (medida através do retorno sobre o Ativo Total);</p> <p>→ Liquidez (medida através do Ativo Corrente sobre o Passivo Corrente);</p> <p>→ Índice de Alavancagem;</p> <p>→ Capacidade de Reembolso (Dívida Financeira sobre o Fluxo de Caixa).</p>	Modelo Probit e de Efeitos Fixos e aleatórios e pooled/GMM	<p>→ As empresas que beneficiam de uma melhor saúde financeira são mais propensas a tornarem-se exportadoras;</p> <p>→ As empresas exportadoras tendem a ser maiores e mais produtivas e pagam salários mais altos. São também mais líquidas e têm acesso mais fácil aos recursos financeiros externos;</p> <p>→ Os resultados sugerem que as grandes empresas que investem intensivamente em capital humano são mais propensas a entrar no mercado estrangeiro.</p>
Askenazy, Caldera, Gaulier e Irac (2015)	Os dados foram recolhidos através do <i>Banque de France</i> e contemplam um conjunto de cerca de 30.000 empresas que operam na indústria transformadora durante o período 1995-2007.	<p>→ Rácio de Liquidez;</p> <p>→ Inverso do Rácio de crédito comercial;</p> <p>→ Capital Próprio/Total de Ativos;</p> <p>→ Pagamento de Incidentes.</p>	Modelo Logit com Efeitos Fixos	<p>→ As restrições financeiras dificultam a capacidade das empresas exportadoras francesas em cobrir os custos de entrada fixos, bem como os custos recorrentes associados à manutenção da presença em mercados estrangeiros, reduzindo assim a probabilidade de entrar num novo mercado externo e aumentando a probabilidade de sair de um mercado externo existente;</p> <p>→ Na presença de restrições de crédito, a probabilidade de que uma empresa sobreviva no mercado de exportação é reduzida porque as empresas carentes de liquidez podem não ser capazes de financiar os custos decorrentes da sua presença no estrangeiro.</p>



País(es) Autor(es) (Ano)	Dados	Principais Variáveis utilizadas	Metodologia	Principais Conclusões
<b>Gana</b> Abor, Agbloyor e Kuipo (2014)	Foi utilizada como base de dados a " <i>Regional Project on Enterprise Development</i> " (RPED), onde constam informações das empresas no período de 1991 a 2002, e foram selecionadas as empresas da manufatura do Gana. A amostra foi dividida por subsetor (Vestuário, Padaria, Têxtil, Madeira, Mobiliário, Metal, Maquinaria e Química), localização (Accra, Kumasi, Takoradi e Cape Coast) e dimensão das empresas (Microempresas: <6 trabalhadores; Pequenas Empresas: > 6 trabalhadores e <29 trabalhadores; Médias Empresas: > 30 trabalhadores e <99 trabalhadores).	<ul style="list-style-type: none"> <li>→ Financiamento Bancário (empréstimos bancários como uma proporção do total do financiamento);</li> <li>→ Idade da Empresa;</li> <li>→ Lucro;</li> <li>→ Dimensão da Empresa;</li> <li>→ Localização;</li> <li>→ Exportações.</li> </ul>	Modelo Probit	<ul style="list-style-type: none"> <li>→ O acesso das Pequenas e Médias Empresas ao financiamento bancário melhora a sua probabilidade de exportar;</li> <li>→ As empresas mais antigas, as empresas mais produtivas e as grandes empresas são mais propensas a entrar no mercado de exportação;</li> <li>→ O financiamento bancário é positivamente correlacionado com as exportações (quanto maior for o nível de exportação, maior será o nível de recurso ao financiamento bancário).</li> </ul>
<b>Itália</b> Forlani (2010)	Foram utilizados um conjunto de dados das Pequenas e Médias Empresas (PME) Italianas, através da base de dados fornecida pelo <i>Capitalia Bank</i> . No total, foram analisadas 4.668 empresas Italianas, durante o período de 1991 a 2003.	<ul style="list-style-type: none"> <li>→ Produção por Trabalhador;</li> <li>→ Índice de Independência Financeira;</li> <li>→ Rácio de Solvabilidade;</li> <li>→ Intensidade de Investimento.</li> </ul>	Modelo OLS/ Probit/ GMM	<ul style="list-style-type: none"> <li>→ As empresas exportadoras apresentam uma maior liquidez quando aumentam o número de destinos de exportação;</li> <li>→ Não há evidências de que a entrada no mercado de exportação melhora a saúde financeira;</li> <li>→ O número de bancos tem um impacto positivo sobre a probabilidade de entrada: mais bancos podem significar uma maior propensão para exportar.</li> </ul>

País(es) Autor(es) (Ano)	Dados	Principais Variáveis utilizadas	Metodologia	Principais Conclusões
Minetti e Zhu (2011)	Foi utilizada como base de dados a " <i>VIII Indagine sulle Imprese Manifatturiere</i> ", pesquisa realizada pelo grupo bancário italiano <i>Capitalia-Mediocredito Centrale</i> . Foram analisadas as empresas da indústria da manufatura de Itália, com mais de 10 funcionários, num total de 4.680 empresas. A base de dados teve também em conta os dados ao nível de indústria através do Instituto Nacional de Estatística italiano (ISTAT), o Boletim Estatístico do Banco de Itália (SBI), e o livro " <i>Struttura funzionale e territoriale del sistema bancario italiano 1936-1974</i> " (SFT), do Banco da Itália. O período em análise é compreendido entre os anos 1998 e 2001.	<ul style="list-style-type: none"> <li>→ Exportações;</li> <li>→ Índice de Liquidez;</li> <li>→ Grau de Alavancagem;</li> <li>→ <i>Cash flow</i>;</li> <li>→ Localização.</li> </ul>	Modelo Probit/ OLS/ Modelo Linear/ 2SLS	<ul style="list-style-type: none"> <li>→ Há uma probabilidade de exportação 39% menor para as empresas com restrições financeiras e que as restrições reduzem as vendas externas em mais de 38%;</li> <li>→ O racionamento de crédito é um obstáculo para a exportação, especialmente para as empresas que operam em indústrias de alta tecnologia e em indústrias que dependem fortemente de financiamento externo;</li> <li>→ As empresas exportadoras têm melhores condições financeiras do que as não exportadoras;</li> <li>→ As empresas com um rácio mais elevado de liquidez são mais propensas a exportar, transmitindo a ideia de que estas empresas terão menos restrições de crédito;</li> <li>→ A probabilidade de exportação é maior para as empresas com um rácio de alavancagem mais elevado e menor fluxo de caixa;</li> <li>→ O racionamento de crédito tem um impacto negativo mais forte nas empresas exportadoras para um mercado único do que para os exportadores que operam em vários mercados.</li> </ul>
<b>México</b> Gelos e Werner (2002)	Foi realizado um estudo com base na indústria transformadora Mexicana. Os dados foram fornecidos pela <i>Mexico's National Institute of Statistics, Geography, and Information</i> (INEGI) através de um <i>Annual Industrial Survey</i> . Foram analisadas cerca de 1.046 empresas da indústria transformadora Mexicana durante o período de 1984 e 1994.	<ul style="list-style-type: none"> <li>→ Investimento;</li> <li>→ <i>Cash flow</i>;</li> <li>→ <i>Output</i>;</li> <li>→ Dimensão da Empresa;</li> <li>→ Exportações.</li> </ul>	Modelo de GMM e OLS com efeitos fixos	<ul style="list-style-type: none"> <li>→ Os resultados sugerem que os condicionalismos financeiros são mais suaves para as empresas mais pequenas e mais severos para as grandes empresas;</li> <li>→ A importância das empresas possuírem bens imóveis aumentou, fruto das garantias que as empresas têm de conceder ao contrair empréstimos;</li> <li>→ O <i>cash flow</i> é significativamente correlacionado com o investimento antes e depois da liberalização financeira, mais particularmente no caso das pequenas empresas;</li> <li>→ Os autores afirmam que a liberalização financeira traduziu-se num aumento no número de empresas que estavam potencialmente elegíveis para o crédito.</li> </ul>

País(es) Autor(es) (Ano)	Dados	Principais Variáveis utilizadas	Metodologia	Principais Conclusões
<b>Paquistão</b> Zia (2008)	O setor estudado foi o setor têxtil Paquistanês. Foram utilizadas três fontes de dados: a primeira tem os empréstimos concedidos detalhados e informações sobre a produção de todas as empresas exportadoras que operam sob o domínio da EFS ( <i>Export Finance Scheme</i> ); o segundo conjunto de dados fornece igualmente os empréstimos concedidos, para o total de empréstimos corporativos dados pelos bancos do Paquistão; o terceiro conjunto de dados consiste nas contas anuais detalhadas para todas as empresas públicas do Paquistão. O período do estudo é compreendido entre os anos 1998 a 2003.	→Montante dos Empréstimos; →Intensidade de Exportação; →Total do Endividamento; →Vendas Totais.	Modelo de Efeitos Fixos e de Efeitos Individuais	→ A diminuição do crédito causa um declínio significativo nas exportações de empresas pequenas e privadas, enquanto que as grandes empresas exportadoras não são afetadas; → Quase metade de todos os empréstimos é atribuída a empresas públicas, implicando uma má alocação substancial do crédito; → O nível das exportações para as empresas públicas não é afetado pela remoção de subsídios ao crédito; → As empresas públicas têm exportações significativamente maiores e são menos dependentes de subsídios do que as empresas privadas.
<b>Portugal</b> Silva (2010)	Dados do Instituto Nacional de Estatística (INE), analisados durante o período de 1996 a 2003.	→Número de Empregados; →Volume de Negócios; →Número de Empregados dedicados exclusivamente à Investigação & Desenvolvimento; →Gastos com Pessoal; →Subsídios à Produção.	Modelo Probit e Logit com efeitos fixos	→ 80% das empresas que receberam subsídios já eram exportadoras e apenas 20% não-exportadoras; → Os subsídios e as exportações estão positivamente correlacionados; → As empresas subsidiadas, quando comparadas com as não subsidiadas, têm maior probabilidade de se tornarem exportadoras.
Silva e Carreira (2010)	Dados do Instituto Nacional de Estatística (INE), com base em duas fontes: → <u>Ficheiro de Unidades Estatísticas (FUE)</u> - base de dados que regista as informações sobre todas as empresas que operam em Portugal; → <u>Inquérito às Empresas Harmonizado (IEH)</u> - inquérito realizado anualmente às empresas portuguesas. No total foram analisadas 22.651 empresas, durante o período de 1996 a 2004.	→Investimento; →Crescimento das Vendas; →Dimensão da Empresa; →Idade da Empresa; →Pagamento de dividendos.	Modelo GMM com Efeitos fixos	→As empresas portuguesas são, no geral, restritas financeiramente. Tais restrições são mais severas para determinados grupos de empresas, em particular para as empresas que são menores e que não pagam dividendos; →As empresas mais antigas tendem a investir menos do que empresas mais jovens; →As empresas portuguesas aumentam o seu investimento em 32 centimos por cada Euro de <i>cash flow</i> , ilustrando a aflição financeira dessas empresas; →Existe uma relação negativa entre o tamanho da empresa e as restrições financeiras.

País(es) Autor(es) (Ano)	Dados	Principais Variáveis utilizadas	Metodologia	Principais Conclusões
Silva (2011)	Combinação de duas fontes de dados do Instituto Nacional de Estatística (INE): informações sobre os balanços (IAE) e informações sobre o comércio externo (ECE), durante o período 1996 e 2003.	<ul style="list-style-type: none"> <li>→ Dimensão;</li> <li>→ Capacidade de Reembolso;</li> <li>→ Solvência;</li> <li>→ <i>Cash flow</i>;</li> <li>→ Liquidez;</li> <li>→ Passivo;</li> <li>→ Exportações;</li> <li>→ Volume de Negócios.</li> </ul>	Modelo Logit/Probit	<ul style="list-style-type: none"> <li>→ O efeito de exportação na saúde financeira da empresa é positivo e estatisticamente significativo a partir do primeiro ano após a entrada na exportação até quatro anos mais tarde, contudo os novos exportadores levam algum tempo para recuperar os custos fixos de entrada na exportação;</li> <li>→ Apenas as pequenas empresas exportadoras beneficiam no começo da exportação; isso pode significar que as restantes empresas, dada a sua dimensão, têm mesmo antes da exportação uma situação financeira mais saudável, e que não é melhorada com a atividade internacional.</li> </ul>
Silva e Carreira (2011)	<ul style="list-style-type: none"> <li>→ <u>Ficheiro de Unidades Estatísticas (FUE)</u> - base de dados que regista as informações sobre todas as empresas que operam em Portugal,</li> <li>→ <u>Inquérito às Empresas Harmonizado (IEH)</u> - inquérito realizado anualmente às empresas portuguesas.</li> </ul> <p><u>Antes da Integração Monetária Europeia</u>: período selecionado entre 1996 e 2000;</p> <p><u>Após a Integração Monetária Europeia</u>: período selecionado entre 2001 e 2004.</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>→ Investimento;</li> <li>→ <i>Cash flow</i>;</li> <li>→ Oportunidades de Investimento;</li> <li>→ Variação dos juros pagos;</li> <li>→ Investimentos Financeiros;</li> <li>→ Grau de abertura aos mercados estrangeiros;</li> <li>→ Intensidade de Exportação.</li> </ul>	Modelo GMM com Efeitos fixos	<ul style="list-style-type: none"> <li>→ A Integração Monetária Europeia reduziu o nível de restrições financeiras das empresas portuguesas;</li> <li>→ As empresas com altas intensidades de exportação são as que têm um crescimento das vendas mais baixo;</li> <li>→ As grandes empresas são as que mais exportam e importam;</li> <li>→ A correlação positiva entre o <i>cash flow</i> e as intensidades tanto para exportação como para importação é mais significativa para o segundo período (2001-2004), apontando para os potenciais benefícios para as empresas internacionais após a Integração Monetária Europeia;</li> <li>→ As empresas com maiores intensidades de exportação ou importação são menos restritas financeiramente.</li> </ul>

País(es) Autor(es) (Ano)	Dados	Principais Variáveis utilizadas	Metodologia	Principais Conclusões
<b>Reino Unido</b>  Greenaway, Guariglia e Kneller (2007)	O conjunto de dados utilizados foi recolhido através da edição eletrónica <i>Bureau Van Dijk: Financial Analysis Made Easy</i> (FAME). Esta base de dados inclui todas as empresas da manufatura do Reino Unido, incluindo as cotadas nos mercados <i>Alternative Investment Market</i> (AIM) e <i>Off-Exchange</i> (OFEX). No total, foram analisadas 9.292 empresas, durante o período de 1993 a 2003.	→Índice de Liquidez; →Rácio de Alavancagem; →Idade da Empresa; → <i>Quiscore</i> (mede a probabilidade da empresa falir nos doze meses seguintes à data do cálculo. Quanto menor for o valor <i>quiscore</i> , mais arriscada será a empresa considerada).	Modelo GMM com efeitos fixos/ Modelo Probit com Efeitos Aleatórios e pooled.	→ As empresas exportadoras apresentam uma melhor saúde financeira do que as não-exportadoras, contudo, quando se diferenciam os exportadores por contínuos ou <i>starters</i> , este resultado é acionado pelos primeiros; → Os exportadores <i>starters</i> geralmente apresentam baixa liquidez e alta alavancagem, possivelmente devido aos custos afundados necessários para entrar nos mercados de exportação; → As empresas que têm capitais estrangeiros e empresas com uma ou mais filiais são mais propensas a exportar; → As empresas exportadoras exibem valores <i>Quiscore</i> superiores às não exportadoras, ou seja, a nível de risco, são menos arriscadas.
Bridges e Guariglia (2008)	Foram utilizados dados de 61.496 empresas do Reino Unido. O conjunto de dados utilizados foi recolhido através da edição eletrónica <i>Bureau Van Dijk: Financial Analysis Made Easy</i> (FAME). Esta base de dados inclui todas as empresas do Reino Unido, incluindo as cotadas nos mercados <i>Alternative Investment Market</i> (AIM) e <i>Off-Exchange</i> (OFEX), durante o período de 1997 a 2002.	→Ativo Total; →Grau de Alavancagem; →Exportação; → Rentabilidade (relação entre o lucro da empresa antes dos juros e impostos para o seu total de ativos).	Modelo Logit de efeitos aleatórios e pooled	→ Menores garantias colaterais e uma maior alavancagem resultam numa maior probabilidade de falência para as empresas domésticas do que para as empresas que internacionalizam; → As grandes empresas e as empresas que fazem parte de um grupo são menos propensas a falir; → A internacionalização afeta a probabilidade de sobrevivência das empresas do Reino Unido, tornando-as menos vulneráveis no que diz respeito às limitações financeiras; → No caso das empresas exportadoras, devido aos custos afundados que enfrentam para entrarem nos mercados externos, estas empresas devem ser suficientemente produtivas para gerar lucros nos mercados estrangeiros, para se recuperarem esses custos.

País(es) Autor(es) (Ano)	Dados	Principais Variáveis utilizadas	Metodologia	Principais Conclusões
Gupta, Wilson, Gregoriou e Healy (2014)	Foram utilizados dados da <i>Credit Management Research Centre of the University of Leeds</i> . No total, foram selecionadas 342.711 empresas PME nacionais e 344.205 empresas PME internacionais, durante o período de 2000 a 2009.	<ul style="list-style-type: none"> <li>→ Lucro antes de juros, impostos, depreciações e Amortizações / Ativo Total;</li> <li>→ Lucros Retidos / Ativo Total;</li> <li>→ Exportação / Vendas;</li> <li>→ Credores / Total do Passivo.</li> </ul>	Modelo Logit	<ul style="list-style-type: none"> <li>→ Os índices financeiros revelam-se mais significativos para as Pequenas e Médias Empresas nacionais do que para as suas homólogas internacionais;</li> <li>→ O índice “ativos intangíveis / ativo total” é altamente significativo na avaliação do risco de crédito, tanto para as Pequenas e Médias Empresas nacionais, como para as internacionais.</li> </ul>
<b>República Checa</b> Manole e Spatareanu (2010)	Os autores basearam-se num conjunto de dados do Banco Mundial através de dois inquéritos a 365 empresas da República Checa, complementando com dados sobre os balanços das empresas através da base de dados Amadeus. O período selecionado é compreendido entre os anos 1994 e 2003.	<ul style="list-style-type: none"> <li>→ Investimento Bruto;</li> <li>→ Crescimento das Vendas;</li> <li>→ <i>Cash flow</i>;</li> <li>→ Exportações;</li> <li>→ Rácio de Liquidez;</li> <li>→ Grau de Alavancagem.</li> </ul>	Método LS de efeitos fixos	<ul style="list-style-type: none"> <li>→ As empresas exportadoras são menos restritas financeiramente do que as não-exportadoras;</li> <li>→ Os coeficientes do <i>cash flow</i> e de crescimento das vendas são positivos e estatisticamente significativos, indicando que os fundos internos são um determinante importante na decisão de investimento das empresas que operam na República Checa;</li> <li>→ As empresas exportadoras são mais velhas, crescem mais rápido e investem mais; também têm um maior Valor Acrescentado Bruto, maiores índices de liquidez e <i>cash flows</i> mais elevados.</li> </ul>
<b>Turquia</b> Arslan e Karan (2009)	Foram utilizados dados da <i>Ankara Chamber of Commerce (ATO – Ankara Ticaret Odası)</i> . No total, foram analisadas 1.166 empresas PME turcas para o ano de 2007.	<ul style="list-style-type: none"> <li>→ Despesas Financeiras;</li> <li>→ Índice de Liquidez;</li> <li>→ Margem Bruta;</li> <li>→ Lucro Líquido;</li> <li>→ Passivo Financeiro.</li> </ul>	Modelo Logit	<ul style="list-style-type: none"> <li>→ Para as Pequenas e Médias Empresas nacionais, os resultados apresentam uma relação direta entre a probabilidade de incumprimento e os créditos das empresas, as despesas financeiras e a margem de lucro líquido;</li> <li>→ Para as Pequenas e Médias Empresas internacionais, a probabilidade de incumprimento das empresas aumenta com a relação entre os <i>stocks</i> e o ativo total, mas diminui com o lucro líquido e a receita líquida;</li> <li>→ Em média, as empresas internacionais têm maiores despesas financeiras.</li> </ul>

País(es) Autor(es) (Ano)	Dados	Principais Variáveis utilizadas	Metodologia	Principais Conclusões
<b>Vários Países</b> Konings, Rizov e Vandenbussche (2003)	Foram analisadas cerca de 4.410 empresas industriais dos seguintes países: Polónia, República Checa, Bulgária e Roménia, durante o período de 1994 e 1999, através da base de dados Amadeus.	<ul style="list-style-type: none"> <li>→ Investimento Bruto;</li> <li>→ Crescimento das Vendas;</li> <li>→ <i>Cash flow</i>;</li> <li>→ <i>Capital Stock</i> (ativos fixos tangíveis).</li> </ul>	Modelo GMM com efeitos fixos	→ Foi encontrada evidência empírica de que as empresas Búlgaras e Romenas são menos sensíveis às restrições de financiamento internas, em contraste com as empresas Polacas e Checas.
Manole e Spatareanu (2015)	Foram analisadas 7.352 empresas de 24 Países subsarianos de África, através da base de dados <i>World Bank Investment Climate Surveys</i> . O período selecionado compreende-se entre 2006 e 2009.	<ul style="list-style-type: none"> <li>→ Idade;</li> <li>→ Dimensão da Empresa;</li> <li>→ Empréstimos Externos;</li> <li>→ Variável <i>dummy</i> ISO (valor 1 caso seja empresa detentora de certificado ISO, e 0 caso contrário).</li> </ul>	Modelo Probit	<ul style="list-style-type: none"> <li>→ As empresas mais antigas, de maior dimensão e detentoras de capital estrangeiro são mais suscetíveis de se tornarem exportadoras;</li> <li>→ O acesso a financiamento externo facilita a entrada de uma empresa no mercado externo;</li> <li>→ Com a criação de bons climas de investimento, aumenta consideravelmente a propensão das empresas nacionais tornarem-se exportadoras;</li> <li>→ O facto de uma empresa ter certificados ISO (<i>International Organization for Standardization</i>) aumenta a probabilidade de uma empresa africana tornar-se exportadora.</li> </ul>

**Fonte:** Elaboração Própria.

## **2.1. Relação Exportações vs. Investimento e *Cash flow***

Como foi referido anteriormente, Campa e Shaver (2002) foram os autores pioneiros na investigação desta problemática. Os resultados apuraram que o *cash flow* e os investimentos de capital são mais estáveis para as empresas exportadoras do que para as empresas não exportadoras, sugerindo que as empresas exportadoras têm maior capacidade de fazer face às suas necessidades de caixa comparativamente às não exportadoras, sendo mais solventes financeiramente do que as demais.

Na mesma linha de pensamento, Manole e Spatareanu (2010) apuraram que o coeficiente do *cash flow* é positivo e estatisticamente significativo, afirmando que os fundos internos são um determinante importante na decisão de investimento das empresas que operam na República Checa. Contudo, quando analisadas as empresas exportadoras em particular, o coeficiente do *cash flow* revela-se negativo, ou seja, as empresas exportadoras Checas são menos dependentes, no que diz respeito ao *cash flow* interno, comparativamente às empresas domésticas. Para além disso, detetaram que o volume de dívida das empresas tem um impacto positivo sobre os investimentos, ou seja, quanto maior for o endividamento maior a tendência das empresas para investir, sugerindo que, as empresas que mais se endividam têm maior capacidade de se expandir. Os mesmos autores em 2015 concluíram que a criação de bons climas de investimento aumenta consideravelmente a propensão das empresas africanas tornarem-se exportadoras, realçando a importância que o investimento tem nas decisões de determinada empresa se tornar exportadora.

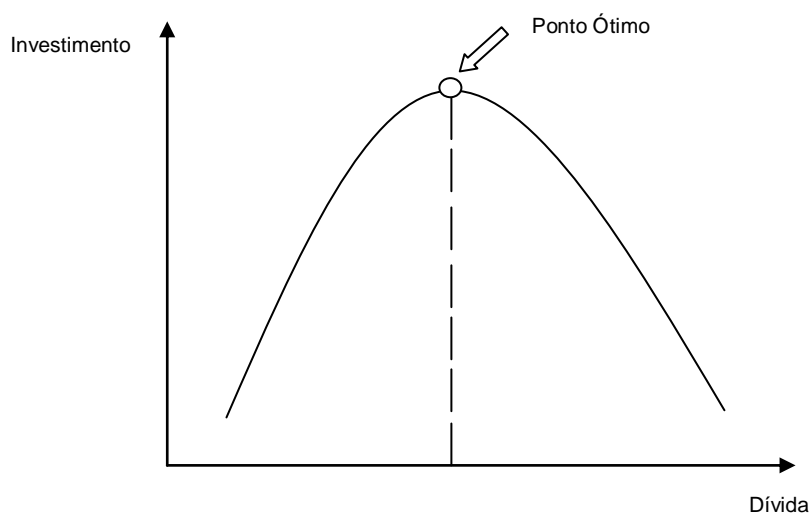
Gondzik (2015) apurou que a variável *cash flow* das empresas holandesas é negativa (embora que estatisticamente não significativa) e, com a omissão do *cash flow* no modelo, por cada decréscimo da unidade na dimensão da empresa, o nível de investimento aumentou em cerca de 0,1%, afirmando que quanto mais pequena for a empresa, maior será a sua capacidade de investimento. O mesmo autor, e não atingindo o efeito esperado, separando os dados em dois períodos de crise distintos (antes e pós crise), conclui que o investimento das Pequenas e Médias Empresas holandesas aumentou durante o período de crise, comparativamente ao período pré-crise, afirmando que esta situação económica não teve qualquer impacto no investimento e no acesso ao financiamento bancário.

Já Espanol (2006) afirma que o investimento tem uma relação positiva com a dívida, indo ao encontro dos resultados obtidos por Manole e Spatareanu (2010) mas apenas quando o nível da dívida é baixo, invertendo-se o sinal quando uma empresa



enfrenta grandes índices de endividamento, ou seja, pode-se afirmar que a relação investimento-dívida é saudável e crescente até um determinado ponto (ponto ótimo), invertendo-se de seguida, como se pode observar no gráfico 1. Para além desta constatação, Espanol (2006) ao dividir a sua amostra de empresas Argentinas em empresas exportadoras e empresas não exportadoras, os resultados evidenciaram que o coeficiente do *cash flow* é sempre estatisticamente significativo e positivo ao longo do período em estudo (1992 a 2001) para as empresas exportadoras, enquanto que é negativo para as empresas não exportadoras, sugerindo que as empresas exportadoras têm maiores constrangimentos financeiros.

**Gráfico 1- Ponto ótimo relação investimento-dívida**



**Fonte:** Elaboração Própria, com base em Espanol (2006, p. 6).

Silva e Carreira (2010) analisam igualmente a temática, contudo diferenciam as empresas que pagam dividendos das que não pagam. Assim, Silva e Carreira (2010) afirmam que as empresas que pagam dividendos têm, em média, *cash flows* mais baixos do que as empresas que não pagam dividendos, ressaltando as melhores condições financeiras que as primeiras têm face às restantes. Para além do supramencionado, os autores constataram que a correlação entre a emissão de ações, o *cash flow* e a dívida é negativa indicando possivelmente que, ou quando há uma escassez de recursos financeiros internos as empresas recorrem à emissão de ações ou, pelo contrário, quando as empresas têm altos níveis de *cash flow* irão utilizá-los como forma de reduzir a dívida. Os resultados de Silva e Carreira (2010) revelam que as empresas portuguesas,

em média, aumentam o seu investimento em 32 cêntimos por cada Euro extra de *cash flow*, ilustrando a aflição financeira que as empresas portuguesas enfrentam.

Esta mesma relação foi analisada por Silva (2012) mas através da distinção de dois diferentes períodos de tempo (antes e após a Integração Monetária Europeia). Deste modo, Silva (2012) apurou que existe uma correlação positiva entre o *cash flow* e a intensidade de exportação/importação, sendo que esta correlação é maior para o período compreendido entre 1998 e 2000, apontando os benefícios originados através da Integração Monetária Europeia para as empresas internacionais.

**Tabela 2- Efeito do *Cash flow* e do Investimento nas Exportações**

<b><i>Efeito do Cash flow e do Investimento nas Exportações</i></b>	
Campa e Shaver (2002)	(+)
Espanol (2006)	(+)
Manole e Spatareanu (2010)	(-)
Silva e Carreira (2010)	(+)
Silva (2012)	(+)
Gondzik (2015)	(-)

**Fonte:** Elaboração Própria com base nos resultados apontados pelos autores citados.

## **2.2. Relação Exportações vs. Restrições de liquidez**

No que diz respeito às restrições financeiras, as opiniões entre os autores dividem-se sendo Espanol (2006) a principal opositora à restante literatura empírica, afirmando que as empresas exportadoras são as que enfrentam maiores restrições financeiras.

Neste contexto, existem dois aspetos a analisar: qual a relação entre o facto de uma empresa ser exportadora e a sua saúde financeira e determinar se a saúde financeira de determinada empresa afeta na probabilidade de esta se tornar exportadora.

No que concerne ao primeiro aspeto, Manole e Spatareanu (2010) revelam que as empresas exportadoras apresentam uma melhor saúde financeira e são menos restritas financeiramente face às não exportadoras.

Campa e Shaver (2002) foram os primeiros autores a confirmar esta ideologia, afirmando que as restrições de liquidez são menos vinculativas para as empresas

exportadoras do que para as empresas não exportadoras, comprovando que as empresas exportadoras são mais sólidas financeiramente do que as demais empresas.

Contudo, dividindo as empresas exportadoras em empresas exportadoras *starters* (empresas que se encontram na fase de inicialização da sua expansão do negócio para o estrangeiro) e empresas exportadoras contínuas (empresas que já se encontram implementadas e de forma contínua no mercado estrangeiro), Greenaway, Guariglia e Kneller (2007) afirmam que as empresas exportadoras contínuas apresentam uma melhor saúde financeira do que as empresas exportadoras *starters*. Para a análise deste resultado existem dois diferentes pontos de vista. Por um lado, esta conclusão fará sentido no âmbito do início da exportação, visto que as empresas *starters* para entrar nos mercados estrangeiros terão de enfrentar custos afundados, e assim estas poderão apresentar uma saúde financeira mais fragilizada face às restantes. Por outro lado, se as empresas exportadoras *starters* apresentam tais constrangimentos financeiros poderá não ser um bom sinal pois, sendo que a atividade internacional é uma atividade de algum risco para as empresas que a adotam, o insucesso desta estratégia poderá fazer com que a empresa saia dos mercados estrangeiros, ou até mesmo encerre por ter a sua situação monetária instável.

Já Silva e Carreira (2011) contrariam estes resultados evidenciando que as restrições financeiras diminuem com o início da atividade exportadora, ou seja, que as empresas *starters* têm menos restrições financeiras com o iniciar desta estratégia apesar do investimento inicial necessário para a sua adoção. Contudo, Forlani (2010) não encontrou evidência empírica de que a entrada no mercado da exportação melhore a saúde financeira da empresa visto que é necessário realizar altos investimentos para a entrada nos mercados externos.

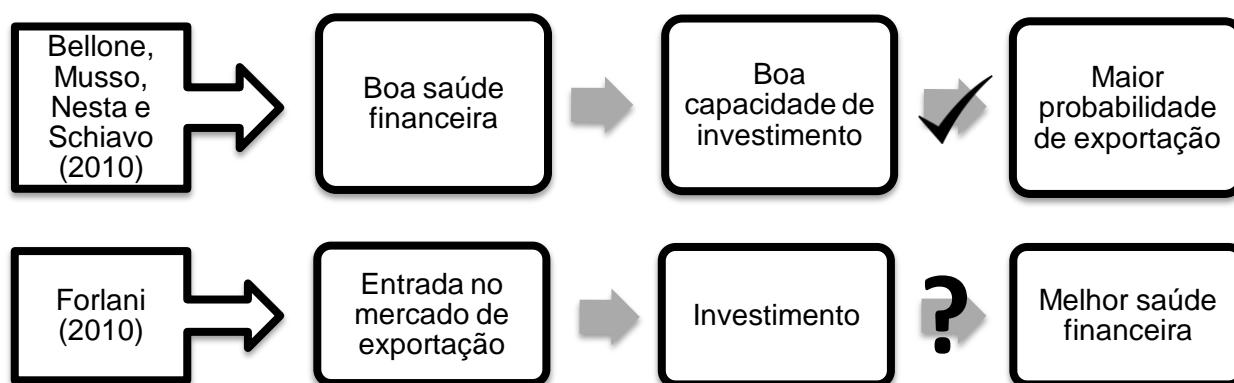
Minetti e Zhu (2011) analisaram a mesma temática mas nos dois sentidos em análise, ou seja, determinaram que as empresas exportadoras têm melhores condições financeiras do que as empresas não exportadoras, indo ao encontro com a literatura anteriormente exposta, mas também analisaram a temática inversamente, determinando se a saúde financeira de determinada empresa afeta na probabilidade de esta se tornar exportadora. Neste contexto, Minetti e Zhu (2011) afirmam que as empresas com restrições no acesso ao crédito têm uma menor probabilidade de exportação (39%) em relação às restantes e que este racionamento financeiro reduz as vendas externas em mais de 38%. Os autores revelam que as restrições no acesso ao crédito são um obstáculo para a atividade exportadora, especialmente para as empresas que operam em

indústrias de alta tecnologia e em indústrias que dependem fortemente de financiamento externo para investir.

Askenazy, Caldera, Gaulier e Irac (2015) evidenciaram o já referido por Minetti e Zhu (2011) afirmando que na presença de restrições financeiras, as empresas exportadoras francesas têm dificuldade de suprir os custos de entrada necessários para a entrada no mercado de exportação, bem como os investimentos recorrentes associados à manutenção da sua presença no mercado internacional. Perante tais restrições, as empresas exportadoras francesas têm uma reduzida probabilidade de entrar em novos mercados externos, aumentando a probabilidade de sair de mercados externos em que se insiram.

Bellone, Musso, Nesta e Schiavo (2010) alcançaram os mesmos resultados, afirmando que as empresas financeiramente mais estáveis ou de crescimento têm uma maior probabilidade de se tornarem exportadoras no futuro sendo que, como referido anteriormente, os custos de entrada são um tipo de investimento que dificilmente terá retorno e, deste modo, as empresas que apresentem uma boa estrutura financeira serão mais propensas a exportar do que as que não detenham essa capacidade financeira. Todavia, estes mesmos autores não encontraram evidência empírica que sustente que a atividade internacional origine um melhor acesso aos mercados financeiros, ou seja, apesar das empresas com uma melhor saúde financeira serem mais prováveis de se inserirem no mercado externo, não existe sustentação empírica que afirme que estas mesmas empresas terão um acesso aos mercados financeiros mais facilitado.

#### **Ilustração 1- Relação saúde financeira vs. mercado de exportação**



**Fonte:** Elaboração Própria com base nos resultados evidenciados nos artigos dos autores citados.

Como se pode constatar na ilustração 1, uma empresa que seja sólida financeiramente e que tenha uma boa capacidade de investimento, tem uma maior probabilidade de se tornar uma empresa exportadora (Bellone, Musso, Nesta e Schiavo, 2010). Contudo, o facto de esta se tornar exportadora não garante que a sua saúde financeira melhore (Forlani, 2010) estando perante um dilema: a empresa que tenha uma boa saúde financeira e que inicie a exportação, empiricamente não tem garantias que com a adoção desta estratégia a empresa venha a melhorar a sua situação financeira.

Já no que diz respeito aos estudos empíricos portugueses, Silva e Carreira (2010) afirmam que as empresas portuguesas são, no geral, restritas financeiramente sendo que tais restrições são mais severas para determinados grupos de empresas, em particular para as empresas de menor dimensão e que não pagam dividendos aos seus acionistas.

Os mesmos autores em 2011 constataram que durante o período de 1996 a 2004, o grau de abertura aos mercados estrangeiros aumentou sendo que tal situação ocorreu, ou porque as empresas com maior grau de abertura podem ter melhor acesso ao financiamento externo para investir, ou porque as empresas irrestritas financeiramente têm maior capacidade de explorar os mercados estrangeiros. Acrescentam também que as empresas portuguesas que têm maiores intensidades de exportação/importação são menos restritas financeiramente face às demais.

**Tabela 3- Efeito das Restrições Financeiras nas Exportações**

<b><i>Efeito das Restrições Financeiras nas Exportações</i></b>	
Campa e Shaver (2002)	(-)
Espanol (2006)	(+)
Greenaway, Guariglia e Kneller (2007)	(-)
Arslan e Karan (2009)	(+)
Bellone, Musso, Nesta e Schiavo (2010)	(-)
Manole e Spatareanu (2010)	(-)
Minetti e Zhu (2011)	(-)
Silva e Carreira (2011)	(-)
Silva (2012)	(-)

**Fonte:** Elaboração Própria com base nos resultados apontados pelos autores citados.

Silva (2012) chegou à mesma conclusão mas, dividindo a amostra em setores e indústrias, complementou os resultados de Silva e Carreira (2011). Deste modo, o trabalho empírico de Silva (2012) revelou que o nível de restrições financeiras das empresas é heterogêneo nos diferentes setores e indústrias, sugerindo que o financiamento heterogêneo faz com que haja problemas para as empresas das diferentes indústrias e setores, impondo barreiras distintas para o crescimento das empresas, acrescentando que as restrições financeiras são mais graves para o setor dos serviços do que para as empresas industriais.

## **2.3. Relação Exportações vs. Outros fatores diferenciadores**

### **2.3.1. Dimensão das Empresas**

Os estudos empíricos analisados também abordam a relação que a dimensão das empresas tem com as exportações. No geral, a literatura empírica neste âmbito é unânime afirmando que as empresas exportadoras são maiores do que as empresas não exportadoras e, para além disso, são as que detêm maior número de funcionários (Campa e Shaver, 2002; Minetti e Zhu, 2011; Silva e Carreira, 2011; Silva, 2012; Abor, Agbloyor e Kuipo, 2014). Esta mesma conclusão foi retirada por Greenaway, Guariglia e Kneller (2007) acrescentando que as empresas exportadoras são empresas maiores em termos de ativos e vendas e são tipicamente empresas mais velhas em termos de idade.

Para além destas conclusões, Bellone, Musso, Nesta e Schiavo (2010) afirmam que as empresas exportadoras têm o dobro do tamanho das empresas não exportadoras, são mais produtivas, pagam maiores salários (17% superior em relação às empresas não exportadoras), são mais líquidas (33% mais líquidas do que as restantes) e têm uma maior facilidade no acesso ao financiamento externo (Silva e Carreira, 2010).

Na mesma linha de pensamento, Manole e Spatareanu (2015) detetaram que as empresas que são mais antigas, de maior dimensão e que sejam detentoras de capital estrangeiro têm maior probabilidade de se tornarem empresas exportadoras, salientando a importância que determinadas características particulares de cada empresa têm na probabilidade de entrarem no mercado externo.

### **2.3.2. Custos de entrada**

Como referido anteriormente, os custos de entrada são, muitas das vezes, um dos principais entraves no início da atividade exportadora. Analisando esta questão, Campa e Shaver (2002) evidenciaram que apenas as empresas mais lucrativas ou as que têm maior facilidade no acesso ao crédito podem compensar os custos afundados para começar a exportar. Deste modo, os autores salientam a dificuldade das empresas exportadoras que sofrem maiores constrangimentos financeiros em iniciarem a sua atividade exportadora.

A mesma conclusão foi retirada por Bridges e Guariglia (2008) afirmando que, no caso das empresas exportadoras, devido aos custos afundados que enfrentam para entrarem nos mercados externos, estas empresas deverão ser suficientemente produtivas, de forma a gerar lucros nos mercados estrangeiros para recuperarem esses custos.

Os resultados de Silva (2011) seguem a mesma linha de pensamento revelando que o efeito da exportação na saúde financeira da empresa é positivo e estatisticamente significativo a partir do primeiro ano após a entrada no mercado de exportação e até quatro anos mais tarde, contudo as empresas exportadoras *starters* levam algum tempo para recuperar os custos fixos de entrada no mercado de exportação.

### **2.3.3. Financiamento Bancário**

No que diz respeito ao acesso ao financiamento bancário, Campa e Shaver (2002) revelam que as empresas que têm acesso ao financiamento bancário investem mais do que as empresas que não têm acesso à dívida, tornando consistente a existência de restrições de crédito. Além disso, Abor, Agbloyor e Kuipo (2014) afirmam que um melhor acesso ao financiamento bancário por parte das Pequenas e Médias Empresas aumenta a probabilidade de estas empresas se tornarem exportadoras e que, quanto maior for o nível de exportação, maior será o nível de recurso ao financiamento bancário. Manole e Spatareanu (2015) evidenciam as mesmas conclusões auferidas por Abor, Agbloyor e Kuipo (2014) sugerindo que o acesso ao financiamento externo facilita a entrada das empresas africanas nos mercados estrangeiros.

Outros autores exploraram esta relação do sistema bancário com as empresas exportadoras em termos do número de bancos com que estas empresas operam. Forlani (2010) demonstrou que o número de bancos existentes em Itália tem um impacto positivo

sobre a probabilidade de entrada no mercado de exportação, ou seja, uma maior quantidade de bancos num determinado país pode influenciar positivamente na probabilidade das empresas se tornarem exportadoras. Todavia, este mesmo autor apurou que a existência de informação assimétrica e de mercados de capitais imperfeitos faz com que nem todos os potenciais exportadores possam iniciar a sua atividade internacional.

Esta mesma análise foi realizada por Minetti e Zhu (2011). Os autores apuraram que cerca de 96% das empresas têm mais do que um banco, sendo 4 a mediana do número de bancos com que as empresas italianas trabalham. Uma das razões apontadas pelos autores para que tal aconteça é que a existência de várias relações com bancos poderá ajudar as empresas a superar uma crise de liquidez do seu banco principal e, portanto, mitigam o risco de racionamento de crédito. Para além desta conclusão, Minetti e Zhu (2011) sugeriram que as empresas que têm um longo relacionamento com o seu principal banco têm maior probabilidade de exportar.

#### **2.3.4. Produtividade/ Crescimento das Vendas**

Neste aspeto, existem dois pontos de vista distintos: os autores que defendem que as empresas mais produtivas são menos suscetíveis de entrar no mercado de exportação, e os autores que afirmam que as empresas exportadoras são tipicamente mais produtivas do que as empresas não exportadoras.

Relativamente ao primeiro ponto de vista, Bellone, Musso, Nesta e Schiavo (2010) evidenciaram que, as empresas mais produtivas têm uma menor probabilidade de iniciarem a sua atividade exportadora. Já Silva e Carreira (2011) demonstraram que as empresas com altas intensidades de exportação são as que têm um crescimento de vendas mais baixo.

Os demais autores defendem o segundo ponto de vista, ou seja, as empresas mais produtivas são mais propensas a entrar no mercado de exportação (Abor, Agbloyor e Kuipo, 2014). Para além disso, Abor, Agbloyor e Kuipo (2014) afirmam que a internacionalização das atividades das Pequenas e Médias Empresas pode levar ao aumento das vendas, dos lucros, da competitividade e da participação no mercado.

Na mesma linha de pensamento, Greenaway, Guariglia e Kneller (2007) demonstram que as empresas exportadoras são tipicamente mais produtivas do que as empresas não exportadoras, salientando os benefícios da adoção deste tipo de estratégia.



Além destes aspetos, Campa e Shaver (2002) constatarem que o crescimento das vendas aumenta o investimento para as empresas não exportadoras, contudo o resultado é inverso no que diz respeito às empresas exportadoras, ou seja, o crescimento das vendas faz com que o investimento das empresas exportadoras diminua.

### **2.3.5. Integração Monetária Europeia**

A Integração Monetária Europeia foi um marco para a economia portuguesa. Nesta transição, as empresas portuguesas tiveram que se adaptar às novas circunstâncias e este aspeto não foi descartado nos estudos realizados em Portugal.

Silva e Carreira (2011) detetaram que a Integração Monetária Europeia fez reduzir o nível de restrições financeiras das empresas portuguesas face ao período que lhe antecedeu. Para além disso, os mesmos autores e Silva (2012) evidenciam que, após a Integração Monetária Europeia, a variação do ativo total aumentou durante o período em estudo (1996-2004), enquanto que o *cash flow*, o crescimento das vendas, o investimento e o grau de abertura aos mercados externos diminuíram. Tal resultado foi contra os pressupostos iniciais visto que a Integração Monetária Europeia teria, como pressuposto inicial, um aumento do grau de abertura aos mercados estrangeiros devido às facilidades que a Integração Monetária Europeia poderia facultar. Por fim, Silva e Carreira (2011) encontram uma correlação positiva entre o *cash flow* e as intensidades de exportação e importação, sendo mais significativa para o segundo período (Pós Integração Monetária Europeia- 2001 a 2004), apontando os benefícios que a Integração Monetária Europeia forneceu às empresas exportadoras.

A poupança que as empresas geraram antes e após a Integração Monetária Europeia também foi alvo de investigação por parte de Silva (2012) que demonstra que antes da Integração Monetária Europeia, as empresas pouparam, em média, 25 cêntimos por cada Euro de *cash flow*, enquanto após a Integração Monetária Europeia essa mesma poupança foi reduzida para 18,3 cêntimos, ou seja, a Integração Monetária Europeia fez com que as empresas portuguesas gerassem menos poupança do que no período anterior.

## **2.4. Questões de Investigação**

Analisada a literatura existente acerca da problemática, a presente dissertação estuda o impacto que os diferentes comportamentos e características das empresas podem ter nas suas decisões de investimento. Neste contexto, serão analisadas as empresas da indústria de calçado português, sendo dividida a amostra em empresas exportadoras e empresas não exportadoras para determinar as eventuais diferenças que possam existir no que diz respeito aos seus padrões de comportamento perante uma tomada de decisão de investimento.

### 3. ENQUADRAMENTO SETORIAL

Neste capítulo pretende-se analisar e caracterizar de forma breve a indústria de calçado, a sua relevância na economia portuguesa bem como a sua posição a nível mundial no que diz respeito às exportações que este setor realiza.

#### 3.1. A indústria de calçado em Portugal

Para o desenvolvimento da presente dissertação é analisado o setor industrial de calçado, ou seja, empresas representadas pelos Códigos de Atividade Económica (CAE) 1520 (Indústria de calçado), 15201 (Fabricação de calçado) e 15202 (Fabricação de componentes para calçado), segundo a Revisão 3 do Código das Atividades Económicas<sup>1</sup>. A opção por esta indústria em particular deve-se ao facto deste setor ser dos menos explorados em estudos já realizados (quer empíricos, quer em dissertações), uma vez que os estudos conhecidos incidem essencialmente na indústria transformadora, não havendo a devida distinção entre setores inclusos, generalizando-se assim as diferentes características que cada setor possui.

O setor de calçado insere-se na classificação de Indústria Transformadora e, para uma análise geral do mesmo, toma-se como ponto de partida a publicação do Banco de Portugal (2012): “*Análise Setorial da Indústria do Calçado*”, inserida nos Estudos da Central de Balanços realizados pelo Banco de Portugal. Para a concretização do estudo em causa, o Banco de Portugal analisa dados fornecidos através da Informação Empresarial Simplificada (IES), complementada com os dados relativos à dívida financeira das empresas portuguesas disponíveis na Central de Responsabilidades de Crédito (CRC), permitindo caracterizar os passivos financeiros das empresas em causa, principalmente no que diz respeito aos empréstimos do setor financeiro.

Durante o período em análise, o cenário macroeconómico não foi dos mais favoráveis devido à crise económico-financeira que o país atravessou. Contudo, o setor de calçado conseguiu superar as dificuldades através de um significativo crescimento; com efeito, e conforme se pode verificar na tabela 4, o setor da indústria de calçado representa, no conjunto das Indústrias Transformadoras, 4% do total das empresas, cerca de 3% do Volume de Negócios e 6% do número total de trabalhadores ao serviço da indústria transformadora (Banco de Portugal, 2012).

---

<sup>1</sup> Disponível em: [http://www.ine.pt/ine\\_novidades/semin/cae/CAE\\_REV\\_3.pdf](http://www.ine.pt/ine_novidades/semin/cae/CAE_REV_3.pdf)

**Tabela 4- Peso do setor da indústria de calçado nas indústrias transformadoras**

	2011
Nº Empresas	4.3%
Volume de negócios	2.5%
Nº Pessoas ao serviço	6.4%

**Fonte:** Banco de Portugal (2012).

A APICCAPS (Associação Portuguesa dos Industriais de Calçado, Componentes, Artigos de Pele e seus Sucedâneos) publicou previsões estatísticas da situação do setor para o ano de 2013<sup>2</sup>, constatando a evolução dos dados acima apresentados, contudo analisados apenas a nível setorial, excluindo os demais setores classificados como Indústrias Transformadoras. Assim, segundo as previsões da APICCAPS, a evolução do setor de calçado até ao ano de 2013 foi a seguinte:

**Tabela 5- Evolução do número de empresas da indústria de calçado português**

	1974	1984	1994	2004	2006	2008	2010	2011	2012	2013
Nº Empresas	673	971	1.635	1.432	1.448	1.407	1.245	1.324	1.322	1.337
Evolução Percentual (%)		44.28%	68.38%	-12.42%	1.12%	-2.83%	-11.51%	6.35%	-0.15%	1.13%

**Fonte:** Elaboração Própria, com base nos dados da APICCAPS (2013).

Como se pode constatar através da tabela 5, a evolução do número de empresas da indústria de calçado português tem sido estável desde o início do século XXI. Até então, existiam taxas de crescimento em relação ao número de empresas bastante elevadas como, por exemplo, uma taxa de crescimento na ordem dos 68% no ano de 1994. Contudo, de 1994 a 2004 esta tendência inverteu-se, verificando-se um decréscimo na ordem dos 12%. Desde então, o número de empresas desta indústria tem sofrido algumas oscilações. Dando seguimento à análise do Banco de Portugal (2012), o setor de calçado a partir do ano de 2011 teve uma evolução favorável, havendo mais 13 empresas no ano 2013 (crescimento de cerca de 1%).

<sup>2</sup> **Disponível em:** [http://www.apiccaps.pt/c/document\\_library/get\\_file?uuid=d21b0e60-4ad4-41b3-b6b0-d9d4f206ace2&groupId=10136](http://www.apiccaps.pt/c/document_library/get_file?uuid=d21b0e60-4ad4-41b3-b6b0-d9d4f206ace2&groupId=10136)

Já no que diz respeito à evolução da balança comercial (exportações-importações) da indústria de calçado português (tabela 6), esta não seguiu a mesma tendência que a evolução do número de empresas pois a balança comercial, excetuando os anos 2004 e 2006, tem aumentado ao longo dos anos em estudo, salientando o impulso que o setor alcançou dos anos de 1974 para 1984 com um aumento percentual na ordem dos 5800%. Para além deste acontecimento, salienta-se igualmente a evolução denotada do ano 2010 para o ano 2011, ultrapassando a barreira de um bilião de Euros, ou seja, um aumento percentual de 23% face ao ano anterior.

**Tabela 6- Evolução da balança comercial da indústria de calçado português**

	1974	1984	1994	2004	2006	2008	2010	2011	2012	2013
Balança Comercial (em milhares de euros)	2.769	163.322	1.186.780	1.002.126	847.839	859.329	871.649	1.074.591	1.193.417	1.310.930
Evolução Percentual (%)		5798.23%	626.65%	-15.56%	-15.40%	1.36%	1.43%	23.28%	11.06%	9.85%

**Fonte:** Elaboração Própria, com base nos dados da APICCAPS (2013).

Relativamente à taxa de crescimento do Volume de Negócios, através dos dados fornecidos pelo Banco de Portugal (2012), pode-se constatar na tabela 7 que, desde 2009, a indústria de calçado apresenta uma taxa de crescimento anual superior ao verificado nas Sociedades Não Financeiras (SNF), sendo que neste mesmo ano, as SNF sofreram um forte decréscimo, atingindo valores negativos.

**Tabela 7- Volume de Negócios: Taxa de Crescimento Anual**

	SNF	Indústria de Calçado
2007	8.5%	3.1%
2008	3.8%	1.5%
2009	-8.0%	-6.7%
2010	4.0%	10.5%
2011	-5.3%	9.1%

**Fonte:** Banco de Portugal (2012). **Legenda:** SNF- Sociedades Não Financeiras.

Em relação ao número de trabalhadores que a indústria de calçado português emprega, este indicador, desde o ano de 2004 até ao ano 2010, tem sofrido um decréscimo face ao ano de 1994 (tabela 8). Comparativamente à evolução do número de empresas da indústria pode-se afirmar que a tendência do número de trabalhadores é proporcional ao número de empresas (ainda que em menor escala) visto que, quanto menos empresas existirem, em média, o número de trabalhadores também tende a diminuir. Desde então, o número de trabalhadores tem aumentado sugerindo uma evolução favorável no que diz respeito à empregabilidade do setor.

**Tabela 8- Evolução do número de trabalhadores da indústria de calçado português**

	1974	1984	1994	2004	2006	2008	2010	2011	2012	2013
Número de Trabalhadores	15.299	30.850	59.099	40.255	36.221	35.398	32.132	34.509	34.624	35.044
Evolução Percentual (%)		101.65%	91.57%	-31.89%	-10.02%	-2.27%	-9.23%	7.40%	0.33%	1.21%

**Fonte:** Elaboração Própria, com base nos dados da APICCAPS (2013).

No mesmo seguimento, no que diz respeito ao número de Empresas de Elevado Crescimento (EEC), ou seja, empresas que apresentam um crescimento anual médio, num período de três anos consecutivos, superior a 20%, verifica-se na tabela 9 que, em 2011, cerca de 13,8% das empresas da indústria de calçado são EEC, encontrando-se acima da média de Sociedades Não Financeiras classificadas como sendo EEC (7,5%). Outro facto de elevada importância diz respeito às empresas exportadoras da indústria de

calçado que, comparativamente às demais empresas do setor, têm mais EEC ressaltando o crescimento que este tipo de empresas têm face às restantes.

**Tabela 9- Peso das Empresas de Elevado Crescimento (EEC)**

	SNF	Indústria de Calçado	Indústria de Calçado (Exportadoras)
2007	11.0%	10.7%	17.2%
2008	10.7%	10.6%	14.7%
2009	9.3%	12.2%	15.5%
2010	8.7%	12.2%	18.6%
2011	<b>7.5%</b>	<b>13.8%</b>	<b>19.5%</b>

**Fonte:** Banco de Portugal (2012). **Legenda:** SNF- Sociedades Não Financeiras.

A expansão do setor de calçado para outros mercados tem sido notória ao longo dos últimos anos, comprovada pelo Banco de Portugal (2012) que, como se pode verificar na tabela 10, no ano 2011 cerca de 64% do volume de negócios da indústria de calçado dirigiu-se para o mercado externo, excedendo os valores do Volume de Negócios respeitantes às exportações das Indústrias Transformadoras (40,3%) e do agregado das Sociedades Não Financeiras (20,5%). Tais valores sustentam a capacidade de resposta que o setor de calçado tem, por ajustar-se às necessidades dos mercados estrangeiros.

**Tabela 10- Exportações (em percentagem do volume de negócios)**

	Exportações (em % do volume de negócios)
Indústria de Calçado	64.4%
Indústrias Transformadoras	40.3%
SNF	20.5%

**Fonte:** Banco de Portugal (2012). **Legenda:** SNF- Sociedades Não Financeiras.

Analisando a mesma variável, com a exceção dos anos 2004 e 2006, o valor das exportações tem aumentado em todos os anos examinados, revelando a evolução favorável da indústria de calçado português. Através dos dados fornecidos pela APICCAPS (2013), a tabela 11 revela igualmente que após 2011, último ano de estudo do Banco de Portugal (2012), o valor das exportações tem evoluído favoravelmente, ainda que em menor escala, comparativamente ao ano de 2011.

Outro aspeto a considerar é a evolução do preço médio por cada par de sapato exportado que, no ano de 1974, era exportado com um preço médio de 59 cêntimos. Uma das possíveis razões para tal preço seria a má qualidade e os baixos custos com que o calçado era produzido na época. Com a evolução dos tempos e ajustando-se aos mercados em que se insere, o preço médio por cada par de sapato exportado de Portugal tem aumentado consideravelmente, alcançando um preço médio de 23 Euros em 2013 (tabela 11).

**Tabela 11- Evolução das exportações e do preço médio do calçado exportado da indústria de calçado português**

	1974	1984	1994	2004	2006	2008	2010	2011	2012	2013
Exportações (em milhares de pares)	5.200	31.100	89.368	75.159	63.784	64.651	68.671	78.226	70.974	74.301
Exportações (em milhares de euros)	3.093	164.060	1.283.867	1.273.252	1.166.116	1.290.991	1.296.919	1.541.626	1.608.479	1.734.219
Evolução Percentual (%)		5204.24%	682.56%	-0.83%	-8.41%	10.71%	0.46%	18.87%	4.34%	7.82%
Preço médio por par de sapato exportado (em Euros)	0.59	5.28	14.37	16.94	18.28	19.97	18.89	19.71	22.66	23.34
Evolução Percentual (%)		786.88%	172.33%	17.92%	7.92%	9.22%	-5.42%	4.35%	15.00%	2.99%

**Fonte:** Elaboração Própria, com dados da APICCAPS (2013).

Na análise à Rendibilidade dos Capitais Próprios<sup>3</sup>, este indicador até 2010 encontrou-se sempre abaixo dos valores que as Sociedades Não Financeiras atingiam

<sup>3</sup> Calculada através do rácio entre o resultado líquido do exercício e os capitais próprios, esta rendibilidade mede o retorno obtido pelo capital investido pelos acionistas/ sócios.



(tabela 12). Contudo, no último ano em análise (2011) a Rendibilidade dos Capitais Próprios do setor foi superior à das Sociedades Não Financeiras (7,4% e 3,1%, respetivamente), ou seja, obteve um lucro se cerca de 7 euros por cada 100 euros de capital próprio investido pelos acionistas, gerando, pela primeira vez nos anos em análise, valores superiores relativamente às Sociedades Não Financeiras.

**Tabela 12- Rendibilidade dos Capitais Próprios**

Rendibilidade dos capitais próprios	SNF	Indústria de Calçado
2007	9.6%	4.4%
2008	3.9%	3.7%
2009	4.2%	2.3%
2010	9.6%	5.4%
2011	3.1%	7.4%

**Fonte:** Banco de Portugal (2012). **Legenda:** SNF- Sociedades Não Financeiras.

Todavia, este indicador não deve ser analisado isoladamente visto que não considera o tipo de financiamento das empresas do setor de calçado, ou seja, se a indústria de calçado recorrer bastante ao endividamento irá fazer com que a Rendibilidade dos Capitais Próprios aumente, não tendo em conta outras variáveis. Tal situação é constatada quando se analisa o panorama financeiro da indústria de calçado na tabela 13, visto que em 2011 este setor revela-se muito dependente dos capitais alheios. Contudo, este cenário é comum ao agregado das Sociedades Não Financeiras portuguesas (Banco de Portugal, 2012). Um dos indicadores analisados foi a autonomia financeira que evidencia o referido anteriormente visto que a indústria de calçado tem um rácio de autonomia financeira de cerca de 32%.

**Tabela 13- Autonomia Financeira**

		Média ponderada
SNF	2009	31.9%
	2010	33.6%
	2011	33.1%
Indústria de Calçado	2009	31.5%
	2010	30.9%
	2011	32.4%

**Fonte:** Banco de Portugal (2012). **Legenda:** SNF- Sociedades Não Financeiras.

No seguimento à análise económico-financeira do setor, como se pode constatar na tabela 14, em 2011, os títulos de dívida, os empréstimos bancários, financiamentos de empresas do grupo e os créditos comerciais, em conjunto, representam cerca de dois terços do passivo. Este panorama é idêntico quando analisado em conjunto com as Sociedades Não Financeiras, contudo denotam-se algumas divergências no que concerne à escolha do financiamento alheio, como por exemplo, na indústria de calçado verifica-se que os créditos comerciais são a principal fonte de financiamento alheio e as SNF têm como principal fonte de capital alheio os empréstimos bancários.

**Tabela 14- Estrutura do Passivo**

	Indústria de Calçado	SNF	Indústrias Transformadoras
Títulos emitidos	0.3%	5.9%	5.5%
Empréstimos bancários	27.0%	29.8%	28.6%
Financiamentos de empresas do grupo	1.6%	17.6%	12.4%
Créditos comerciais	37.5%	17.2%	24.9%
Outros passivos	33.6%	29.5%	28.6%

**Fonte:** Banco de Portugal (2012). **Legenda:** SNF- Sociedades Não Financeiras.

Quando analisada a evolução do financiamento obtido junto de Instituições de Crédito (tabela 15), no ano 2011 houve uma diminuição de cerca de 6,7% no que diz respeito à indústria de calçado, superando as contrações registadas pelas Indústrias Transformadoras (3,8%) e pelas Sociedades Não Financeiras (3,1%). Assim, no ano de 2011 constatou-se uma diminuição de financiamento obtido junto de Instituições de Crédito, sendo sinal de uma menor dependência de crédito.

**Tabela 15- Evolução do financiamento obtido junto de Instituições de Crédito**

		Taxa de crescimento (em %)		
		Indústria de Calçado	Indústrias Transformadoras	SNF
Anual	2007	-2.8%	10.0%	11.0%
	2008	0.1%	7.8%	9.0%
	2009	7.4%	2.2%	2.5%
	2010	2.3%	-2.2%	-2.1%
	2011	-6.7%	-3.8%	-3.1%

**Fonte:** Banco de Portugal (2012). **Legenda:** SNF- Sociedades Não Financeiras.

### 3.2. A indústria de calçado no Mundo

Como constatado anteriormente, a indústria de calçado tem demonstrado que, mesmo com as dificuldades que surgiram ao longo dos últimos anos, tem conseguido superar e enfrentar as adversidades, respondendo às necessidades do mercado, quer a nível nacional, quer a nível mundial.

Prova da evolução favorável do setor, a APICCAPS, Monografia Estatística (2014, p. 12) revela que “*nos últimos 3 anos, o emprego na indústria de calçado em Portugal cresceu 7,7% e a produção 19,6%*”, demonstrando que o setor tem evoluído favoravelmente neste período, caracterizado pela crise económico-financeira que Portugal enfrentou. Contudo, este ciclo desfavorável para o mundo empresarial português tornou-se um marco importante para a indústria de calçado pois foi nesta adversidade que o setor adotou estratégias como, por exemplo, uma forte aposta na moda, *design* e

na excelência produtiva (APICCAPS, Monografia Estatística, 2014). A APICCAPS (2014) afirma que a diferenciação foi um pilar para a sobrevivência das empresas da indústria de calçado português e que tal aposta resultou que o preço médio de exportação é o segundo mais elevado a nível mundial.

A nível das exportações, a indústria de calçado no ano de 2013 estabeleceu um máximo histórico: cerca de 1,7 mil milhões de Euros, demonstrando a evolução favorável do setor nos últimos anos.

Numa entrevista ao Jornal da APICCAPS (Nº213- setembro 2014, p. 3) <sup>4</sup>, o Dr. Rui Machete, Ministro de Estado e dos Negócios Estrangeiros, afirma que *“o calçado é um exemplo de sucesso que pode servir de modelo para outros setores com continuadas ambições estratégicas de desenvolvimento, crescimento, alargamento de mercados e reposicionamento competitivo”*. Tal demonstra a capacidade desta indústria em dar resposta às necessidades dos mercados externos como forma de superar as dificuldades que as empresas deste setor enfrentam. Dr. Rui Machete acrescenta revelando que os fabricantes de calçado *“ao desenvolverem um produto vocacionado à exportação, com um cuidado redobrado em termos de design e de inovação, os industriais portugueses revelaram uma capacidade extraordinária de adaptação e de leitura das necessidades dos mercados externos. Não admira, por isso, que 95% da produção nacional seja destinada à exportação, ou que os sapatos portugueses sejam tão elogiados, em cada vez mais países, pela sua qualidade e modernidade”* (Jornal da APICCAPS, Nº213- setembro 2014, p. 2).

**Tabela 16- Posição e quota de Portugal nas exportações Mundiais de calçado**

	2009	2010	2011	2012	2013	Principais exportadores mundiais em 2013: China (40,5% do total), Vietname (9,4%), Itália (9,4%), Alemanha (4,1%) e Bélgica (4,1%).
Posição	10	11	11	11	<u>11</u>	
Quota (%)	2.13	1.85	1.89	1.83	<u>1.88</u>	

**Fonte:** Elaboração própria com base em dados da AICEP<sup>5</sup>

A AICEP (Agência para o Investimento e Comércio Externo de Portugal) demonstra que Portugal em 2013 encontrava-se no 11º lugar no *ranking* Mundial, sendo

<sup>4</sup> Disponível em: [http://www.apiccaps.pt/c/document\\_library/get\\_file?uuid=ab61fb37-5e3a-45d3-aace-84b8f51fdb5d&groupId=10136](http://www.apiccaps.pt/c/document_library/get_file?uuid=ab61fb37-5e3a-45d3-aace-84b8f51fdb5d&groupId=10136)

<sup>5</sup> Disponível em: <http://www.portugalglobal.pt/PT/Biblioteca/Paginas/Homepage.aspx>

a China o principal exportador de calçado em todo o Mundo, tendo uma quota na ordem dos 40,5% em relação aos demais países exportadores de calçado (tabela 16). A China, caracterizada pela mão-de-obra barata, consegue assim explorar os mercados com preços mais competitivos e com tecnologias avançadas relativamente aos restantes países. De qualquer forma, Portugal é um dos principais exportadores de calçado em todo o Mundo, diferenciando-se essencialmente na qualidade e *design* dos seus produtos, fazendo face à forte concorrência implementada nesta indústria.

Estes mesmos resultados vão de encontro às publicações da APICCAPS que revelam que em 2010 a China exportou cerca de 10 mil milhões de pares de sapatos (Jornal APICCAPS, Nº 180- setembro 2011, p. 14) <sup>6</sup>, mantendo-se como o principal exportador e produtor da indústria de calçado.

Assim, a indústria de calçado Europeia tem enfrentado algumas adversidades devido ao aumento significativo das importações dos países extracomunitários e à tendência de estabilização do consumo. Contudo, esta tendência tem sido invertida em Portugal no que diz respeito à indústria de calçado visto que, em 2013, Portugal atingiu o seu máximo histórico no que diz respeito às exportações de calçado, tornando-se o “*peso pesado*” das exportações nacionais (Revista Caixa Empresas, dezembro de 2013, p. 4)<sup>7</sup>.

Todavia, a importância que este setor tem na economia portuguesa ainda não foi merecedora de uma investigação aprofundada nos estudos realizados, sendo uma das indústrias que mais contribui no que concerne às exportações a nível nacional.

---

<sup>6</sup> **Disponível em:** [http://www.apiccaps.pt/c/document\\_library/get\\_file?uuid=fe32456a-e6f8-4b0a-bf01-2fe11f8093f1&groupId=10136](http://www.apiccaps.pt/c/document_library/get_file?uuid=fe32456a-e6f8-4b0a-bf01-2fe11f8093f1&groupId=10136)

<sup>7</sup> **Disponível em:**

<https://publishing.cgdwebservices.com/caixaempresas/dezembro2013/pdf/CGD.pdf>



## 4. DADOS E METODOLOGIA

No presente capítulo, é apresentada a fonte de dados utilizada e os critérios de seleção adotados para o desenvolvimento da investigação. É também discriminada a forma de cálculo das variáveis selecionadas, bem como os modelos econométricos utilizados para a concretização do estudo.

### 4.1. Fonte de dados

Por forma a atingir o objetivo de analisar a situação financeira das empresas do setor de calçado em Portugal quando estas pretendem investir, bem como determinar as principais diferenças entre as empresas exportadoras e as empresas não exportadoras desta indústria no período de 2011 a 2013, para a recolha da amostra das empresas recorreu-se ao Sistema de Análise de Balanços Ibéricos (SABI) gerida pela empresa *Bureau Van Dijk*. Este *software* é muito abrangente a nível das informações financeiras e jurídicas, fornecendo demonstrações financeiras das empresas portuguesas. Desta base de dados foram selecionadas apenas as empresas representadas pelos Códigos de Atividade Económica (CAE) 1520 (Indústria de calçado), 15201 (Fabricação de calçado) e 15202 (Fabricação de componentes para calçado), segundo a Revisão 3 do Código das Atividades Económicas.

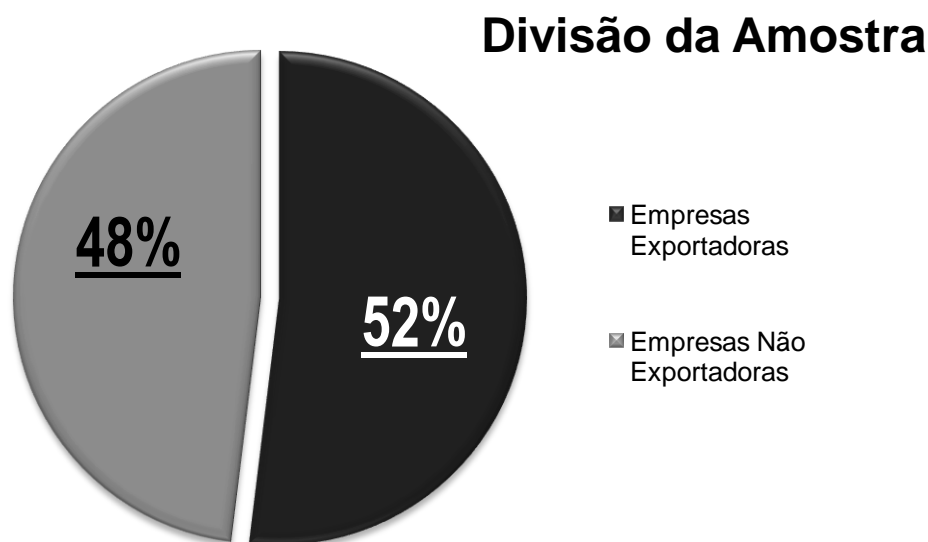
É de salientar que os dados utilizados estão classificados através da medida *standard* fornecida pela SABI, ou seja, a unidade de medida é em milhares de Euros. Cabe ainda referir que todas as estimações foram desenvolvidas com recurso ao *software* econométrico *EViews*.

Inicialmente procedeu-se à extração dos dados de todas as empresas da SABI com o Código de Atividade Económica em causa e para o período anteriormente referido, sendo no total 2.561 empresas. Contudo, e após uma análise e filtro de dados designadamente: 1) as empresas terem dados para todos os anos e para todas as variáveis em análise, 2) exclusão das empresas que, no período selecionado, entretanto entraram em falência, e, nomeadamente, 3) exclusão das empresas que detinham valores discrepantes face à média da maioria das empresas, foram selecionadas para a amostra 181 empresas. É igualmente importante referir que, numa fase posterior, são analisadas apenas as empresas que detêm *cash flows* positivos pelo que, após esse filtro, são analisadas 148 empresas, das quais 78 são empresas exportadoras e as restantes 70 são empresas não exportadoras.

Assim, foram consideradas empresas exportadoras todas as que, durante o período em análise, apresentaram Volume de Negócios para o estrangeiro, e empresas não exportadoras as que registaram Volume de Negócios apenas a nível nacional nos anos em análise, de acordo com Arslan e Karan (2009) e Gupta, Wilson, Gregoriou e Healy (2014).

Deste modo, e realizados os filtros finais, das 181 empresas selecionadas, 94 são empresas com atividade internacional e 87 são empresas que operam apenas a nível nacional, como apresentado no gráfico 2.

**Gráfico 2- Divisão da Amostra (por tipologia das empresas)**



**Fonte:** Elaboração Própria, com dados obtidos através da SABI.

#### **4.2. Especificação e forma de cálculo das variáveis**

Neste subcapítulo é apresentada a forma de cálculo utilizada como definição das variáveis selecionadas para a concretização da investigação.



#### 4.2.1. Variável Dependente

Tal como Manole e Spatareanu (2010), Konings, Rizov e Vandebussche (2003) e Gelos e Werner (2002), para realizar a análise econométrica, a presente dissertação assume como variável dependente o investimento das empresas, dividido pelo *stock* de capital. Deste modo, a tabela 17 demonstra o critério de mensuração e os respetivos autores que utilizaram a mesma forma de cálculo.

**Tabela 17- Cálculo da Variável Dependente**

Nomenclatura	Significado	Fórmula	Autores
<b>I</b>	Investimento Bruto	$\Delta$ Ativos Fixos Tangíveis + $\Delta$ Ativos Intangíveis + Depreciações	Konings, Rizov e Vandebussche (2003); Espanol (2006); Manole e Spatareanu (2010).
<b>SC</b>	Stock de Capital	Ativos Fixos Tangíveis deflacionados pelo <i>Producer Price Index</i>	Konings, Rizov e Vandebussche (2003); Espanol (2006); Manole e Spatareanu (2010).

**Fonte:** Elaboração Própria.

Para uma melhor compreensão sobre as variáveis acima expostas, há que salientar que o índice *Producer Price Index* utilizado foi o Índice de Preços na Produção Industrial da indústria de calçado, com base de 2010 e de periodicidade mensal, disponível no *site* do INE<sup>8</sup>. Para efeitos de cálculo, o *Producer Price Index* utilizado no ano *t* será o índice respeitante ao mês de dezembro do mesmo ano, e assim sucessivamente.

#### 4.2.2. Variáveis Independentes

A presente dissertação tem como principal enfoque estudar a significância e o sinal da relação entre as variáveis que influenciam as restrições financeiras das empresas quando estão perante uma tomada de decisão de investimento, quer sejam

---

<sup>8</sup>Disponível em:

[https://www.ine.pt/xportal/xmain?xpid=INE&xpgid=ine\\_indicadores&indOcorrCod=0007464&contexto=bd&selTab=tab2](https://www.ine.pt/xportal/xmain?xpid=INE&xpgid=ine_indicadores&indOcorrCod=0007464&contexto=bd&selTab=tab2)

exportadoras quer não sejam exportadoras. Designadamente, como variáveis independentes foram utilizadas neste estudo as vendas e o seu crescimento ao longo do período em estudo, o *cash flow* gerado pelas empresas, a dimensão da empresa e o nível de endividamento das empresas. Assim, a tabela 18 apresenta a forma de cálculo de todas estas variáveis e os respetivos autores que também as utilizaram, bem como os efeitos obtidos de acordo com a literatura existente.

**Tabela 18- Cálculo das Variáveis Independentes**

Nomenclatura	Significado	Fórmula	Efeito	Autores
<b>V</b>	Volume de Negócios	Vendas Nacionais + Vendas para o Estrangeiro	(+)	Konings, Rizov e Vandenbussche (2003); Espanol (2006); Manole e Spatareanu (2010); Silva e Carreira (2010); Minetti e Zhu (2011); Silva e Carreira (2011); Silva (2012).
<b>CF</b>	<i>Cash flow</i>	Lucro líquido antes de Impostos + Depreciações	(+)	Silva e Carreira (2010); Silva e Carreira (2011).
<b>Exportador</b>	Empresa Exportadora	Variável <i>dummy</i> que terá valor 1 caso seja empresa exportadora e valor 0 caso contrário	(+)	Campa e Shaver (2002); Greenaway, Guariglia e Kneller (2007); Manole e Spatareanu (2015).
			(-)	Manole e Spatareanu (2010).
<b>Exportações</b>	Volume de Negócios para o Estrangeiro	Vendas para o Mercado Comunitário + Vendas para o Mercado Extracomunitário	(-)	Campa e Shaver (2002).
			(+)	Gupta, Wilson, Gregoriou e Healy (2014).
<b>dim</b>	Dimensão da Empresa	Logaritmo do Número de Empregados	(+)	Manole e Spatareanu (2010); Minetti e Zhu (2011).
<b>Div</b>	Dívida de curto prazo	$\Delta$ Passivo + $\Delta$ Capital Próprio	(+)	Silva e Carreira (2010); Silva e Carreira (2011).

**Fonte:** Elaboração Própria.

Salienta-se que é designado por vendas para o mercado comunitário todas as exportações ocorridas dentro da Europa e, por sua vez, vendas para o mercado

extracomunitário todas as exportações ocorridas para o Resto do Mundo (Fora da Europa).

### 4.3. Modelos e variáveis

A relação entre as restrições financeiras e o facto de determinada empresa ser exportadora ou não exportadora tem despertado interesse pelos diferentes autores, de diferentes países, nos últimos anos. Contudo, a forma de estimação adotada por cada um deles é díspar, sugerindo que ainda não foi encontrado um consenso no que concerne ao estabelecimento de um modelo ideal para análise da temática.

Assim sendo, a presente dissertação adotou uma metodologia similar à de Manole e Spatareanu (2010) visto que relaciona o investimento com o facto das empresas exportadoras terem comportamentos e características distintas das demais. Neste contexto, nos modelos que se seguem o investimento é a variável dependente, e como *proxies* as variações a curto prazo na rentabilidade esperada (Konings, Rizov e Vandenbussche, 2003; e Gelos e Werner, 2002).

Também foi incluída a variável *cash flow* na regressão como forma de analisar as restrições financeiras das empresas visto ser a variável mais utilizada para esse efeito na literatura existente (Campa e Shaver, 2002; Espanol, 2006; Greenaway, Guariglia e Kneller, 2007; Manole e Spatareanu, 2010; Silva e Carreira, 2010; Minetti e Zhu, 2011; Silva e Carreira, 2011; Silva, 2012; e Gondzik, 2015). Para examinar igualmente se as empresas exportadoras têm diferentes restrições de liquidez face às empresas não exportadoras, foi introduzida uma variável *dummy* como forma de analisar esta interação.

Como utilizado por Manole e Spatareanu (2010), para controlar a heterogeneidade não observada entre as empresas, estimou-se o modelo usando efeitos fixos ( $\alpha_i$ ). Foram também incluídos os efeitos fixos nos anos em estudo ( $\alpha_t$ ), capturando as condições agregadas que afetam o custo do capital num determinado ano, não sendo necessário controlar as taxas de impostos e de juros (Manole e Spatareanu, 2010). Contudo, e para testar se os resultados diferiam, os modelos também foram testados usando os efeitos aleatórios.

Deste modo, de forma a compreender a ligação entre as exportações e as restrições financeiras, bem como a sua capacidade de investimento, foram definidos os seguintes modelos econométricos:

**Modelo 1:**

$$\frac{I_{it}}{SC_{it-1}} = \alpha_0 + \alpha_1 \frac{\Delta V_{it}}{V_{it-1}} + \alpha_2 1 * \frac{CF_{it}}{SC_{it-1}} + \alpha_3 1 * \frac{CF_{it}}{SC_{it-1}} * Exportador_{it} + \alpha_4 \ln(dim_{it}) + \alpha_5 \frac{Div_{it}}{SC_{it-1}} + \alpha_i + \alpha_t + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

**Modelo 2:**

$$\frac{I_{it}}{SC_{it-1}} = \alpha_0 + \alpha_1 \frac{\Delta V_{it}}{V_{it-1}} + \alpha_2 1 * \frac{CF_{it}}{SC_{it-1}} + \alpha_3 1 * \frac{CF_{it}}{SC_{it-1}} * Exportador_{it} + \alpha_4 \frac{Exportaçõe_{sit}}{V_{it}} + \alpha_5 \ln(dim_{it}) + \alpha_6 \frac{Div_{it}}{SC_{it-1}} + \alpha_i + \alpha_t + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

**Modelo 3:**

$$\frac{I_{it}}{SC_{it-1}} = \alpha_0 + \alpha_1 \frac{\Delta V_{it}}{V_{it-1}} + \alpha_2 1 * \frac{CF_{it}}{SC_{it-1}} + \alpha_3 \frac{Exportaçõe_{sit}}{V_{it}} + \alpha_4 \ln(dim_{it}) + \alpha_5 \frac{Div_{it}}{SC_{it-1}} + \alpha_i + \alpha_t + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

Sendo que:  $I_{it}$  corresponde ao Investimento Bruto da empresa  $i$  no ano  $t$ ;  $SC_{it-1}$  corresponde ao *Stock* de Capital da empresa  $i$  no ano  $t-1$ ;  $\Delta V_{it}$  corresponde à variação do Volume de Negócios da empresa  $i$  no ano  $t$ ;  $V_{it-1}$  corresponde ao Volume de Negócios da empresa  $i$  no ano  $t-1$ ;  $CF_{it}$  corresponde ao *cash flow* da empresa  $i$  no ano  $t$ ; *Exportador* corresponde a uma variável *dummy* que terá o valor 1 caso se trate de uma empresa exportadora e valor 0 caso contrário; *Exportaçõe<sub>sit</sub>* corresponde ao Volume de Negócios para o estrangeiro da empresa  $i$  no ano  $t$ ;  $V_{it}$  corresponde ao Volume de Negócios da empresa  $i$  no ano  $t$ ;  $\ln(dim_{it})$  corresponde à dimensão da empresa  $i$  no ano  $t$ , expressa em forma logarítmica; e  $Div_{it}$  corresponde à dívida de curto prazo da empresa  $i$  no ano  $t$ . A especificação, base literária e forma de cálculo de todas as variáveis encontram-se explicitados no capítulo anterior, bem como os efeitos esperados. As variáveis  $I_{it}$ ,  $CF_{it}$  e  $Div_{it}$  são divididas pelo *Stock* de Capital com o intuito de controlar o efeito dimensão (Manole e Spatareanu, 2010).

A distinção entre os modelos a estudar encontra-se essencialmente no facto de que a literatura não é consensual quanto à mensuração do facto de uma empresa ser exportadora. Campa e Shaver (2002); Greenaway, Guariglia e Kneller, 2007; Manole e Spatareanu, 2010; e Manole e Spatareanu (2015) distinguiram as empresas exportadoras

das não exportadoras através da variável *dummy* (como utilizada no modelo 1 e modelo 2). Contudo, outros autores como Gupta, Wilson, Gregoriou e Healy (2014) fizeram essa mesma distinção através da percentagem que as exportações têm face ao total do Volume de Negócios. Campa e Shaver (2002) utilizaram estes dois tipos de mensuração para saber qual destas duas formas de cálculo teria um maior impacto nos resultados visto que, com a utilização de uma única fórmula, poderia incorrer em erros na estimação e análise dos resultados. Neste contexto, e existindo esta possibilidade, no modelo 2 foi inserida a variável  $\frac{Exportações_{it}}{V_{it}}$  utilizada por Campa e Shaver (2002) e Gupta, Wilson, Gregoriou e Healy (2014) para verificar se esta variável produz impacto nos resultados finais. No modelo 3 foi retirada a variável *dummy* para concluir se, com a sua exclusão, os resultados modificariam (Campa e Shaver, 2002).

Os três modelos serão estudados através de uma análise em painel como utilizada por Zia (2008); Manole e Spatareanu (2010); Minetti e Zhu (2011); Silva (2012); Abor, Agbloyor e Kuipo (2014); e Askenazy, Caldera, Gaulier e Irac (2015), para todas as empresas durante o período 2011 a 2013.

No que diz respeito às variáveis independentes, o valor dos coeficientes  $\alpha_2$  e  $\alpha_3$ , em particular, terão uma importância maior na análise final aos resultados pois o  $\alpha_2$  corresponderá à sensibilidade do nível de investimento das empresas para os fundos gerados internamente e o  $\alpha_3$  será o coeficiente que medirá a relação entre a liquidez da empresa  $i$ , no ano  $t$ , e o facto de esta empresa ser ou não exportadora (Manole e Spatareanu, 2010).

No caso do coeficiente  $\alpha_2$ , se o valor do mesmo for zero, estaríamos perante mercados perfeitos e se as empresas sofrerem de restrições de liquidez e, mesmo tendo essas dificuldades a nível do financiamento interno, elas decidam investir, o coeficiente  $\alpha_2$  espera-se que seja positivo e estatisticamente significativo. Já no que diz respeito ao coeficiente  $\alpha_3$ , espera-se que este seja negativo e estatisticamente significativo e que as empresas exportadoras tenham *cash flows* e vendas mais estáveis do que as empresas não exportadoras.

Salienta-se ainda que são analisadas, num primeiro momento, todas as empresas seleccionadas para o estudo sendo que, numa fase seguinte, são analisadas apenas as empresas que apresentam *cash flows* positivos para analisar as eventuais diferenças que se possam denotar nesta exclusão, uma vez que quanto menor e/ou negativo for o *cash flow*, menor será o nível de investimento da empresa (Manole e Spatareanu, 2010).

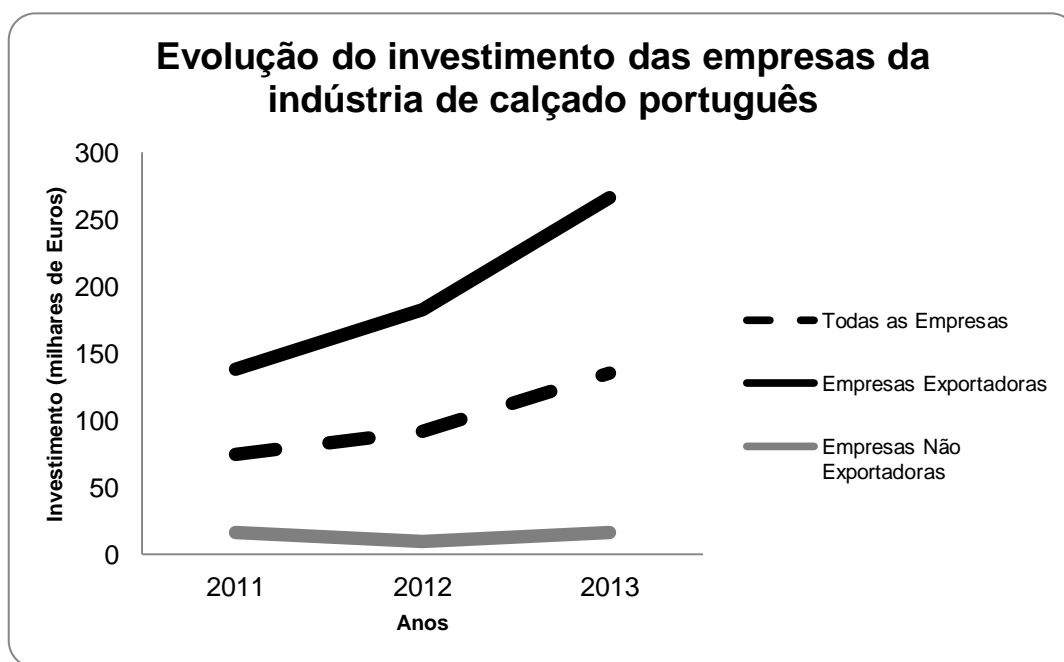


## 5. ANÁLISE EMPÍRICA

### 5.1. Estatística descritiva

De forma a analisar a evolução de algumas das variáveis a investigar das 181 empresas da indústria de calçado português, apresentam-se gráficos que ilustram as diferenças entre as empresas exportadoras e não exportadoras deste setor, bem como outros aspetos importantes na análise da temática em estudo. Todos os dados foram calculados através da média dos resultados obtidos e todos eles estão representados na unidade de milhares de Euros.

**Gráfico 3- Evolução do investimento das empresas da indústria de calçado português**



**Fonte:** Elaboração Própria, com dados obtidos através da SABI.

Como se pode constatar no gráfico 3, as empresas exportadoras têm um maior investimento relativamente às empresas não exportadoras, reforçando os resultados da literatura já existente (Campa e Shaver, 2002; Bridges e Guariglia, 2008) que apontam que, para a adoção da estratégia de internacionalização, são necessários elevados níveis de investimento uma vez que, para a entrada em mercados estrangeiros, as empresas

terão elevados custos de entrada, inflacionando o investimento das empresas exportadoras face às demais.

**Tabela 19- Variação percentual do investimento**

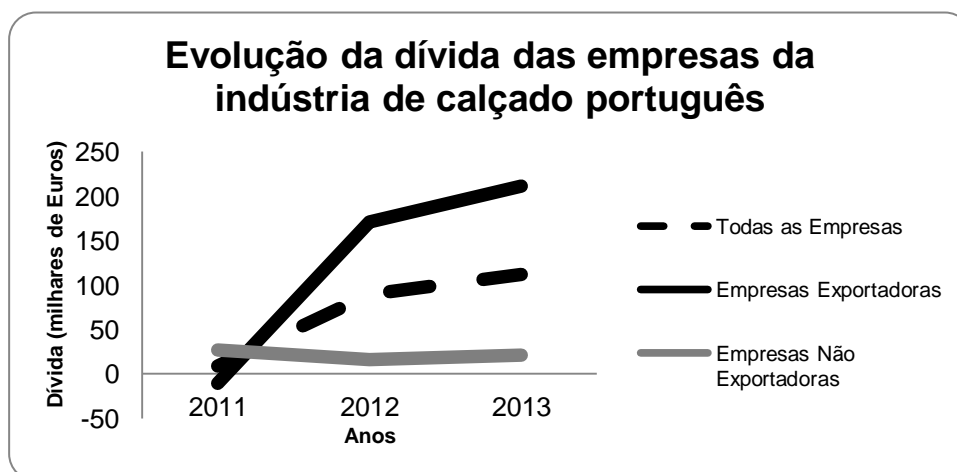
	Empresas Exportadoras		Empresas Não Exportadoras	
	2012	2013	2012	2013
Investimento	▲ 32,24%	▲ 45,90%	▼ 41,69%	▲ 68,07%

**Fonte:** Elaboração Própria, com dados obtidos através da SABI.

Sendo que a tendência média do investimento das empresas do setor da indústria de calçado é a de subida durante os anos em análise, há que referir que essa tendência não se verifica para as empresas não exportadoras no ano de 2012, obtendo uma descida de cerca de 41,69% face ao ano de 2011 (tabela 19). Contudo, este acontecimento não se verificou no ano seguinte sendo que as empresas não exportadoras recuperaram o seu investimento no ano 2013 na ordem dos 68% alcançando valores semelhantes aos de 2011.

Contudo, esta variável não pode ser analisada isoladamente visto que, segundo Manole e Spatareanu (2010) e Espanol (2006), o nível de investimento tem uma relação positiva com os níveis de endividamento das empresas exportadoras.

**Gráfico 4- Evolução da dívida das empresas da indústria de calçado português**

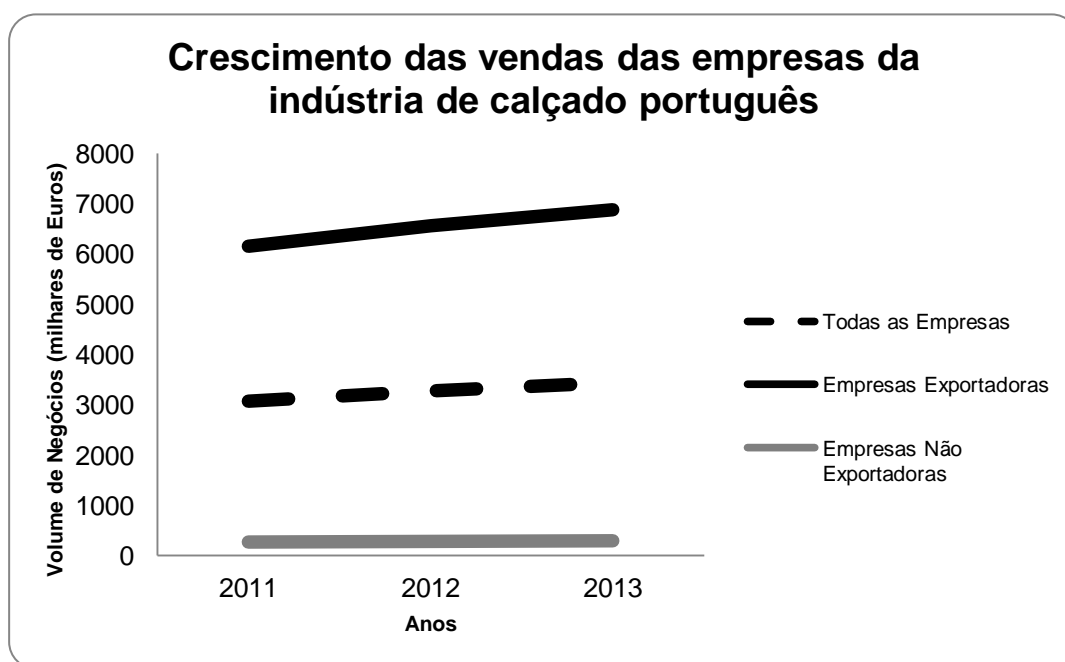


**Fonte:** Elaboração Própria, com dados obtidos através da SABI.



Manole e Spatareanu (2010) afirmam que quanto maior for o nível de investimento das empresas exportadoras, maior será o seu nível de endividamento, indo ao encontro aos resultados obtidos que se podem verificar nos gráficos 3 e 4 em conjunto, pois as empresas exportadoras, em média, têm um maior nível de investimento e de endividamento face às empresas não exportadoras do setor de calçado analisadas no presente estudo. No entanto, segundo os resultados obtidos por Espanol (2006), os níveis de investimento e de endividamento elevados não são sinónimo de uma boa saúde financeira uma vez que a relação positiva entre estas duas variáveis inverte-se quando estamos perante grandes níveis de endividamento. Todavia, e analisados os dados das empresas exportadoras da indústria de calçado português, tal situação não se verifica pois os níveis de investimento são similares aos de endividamento, podendo afirmar-se que a relação entre estas duas variáveis é positiva (Manole e Spatareanu, 2010).

**Gráfico 5- Crescimento das vendas das empresas da indústria de calçado português**



**Fonte:** Elaboração Própria, com dados obtidos através da SABI.

Em relação ao Volume de Negócios das empresas da indústria de calçado português, verifica-se que as empresas exportadoras têm, em média, um maior Volume de Negócios relativamente às empresas não exportadoras, salientando o que já havia

sido evidenciado por Greenaway, Guariglia e Kneller (2007) e Abor, Agbloyor e Kuipo (2014).

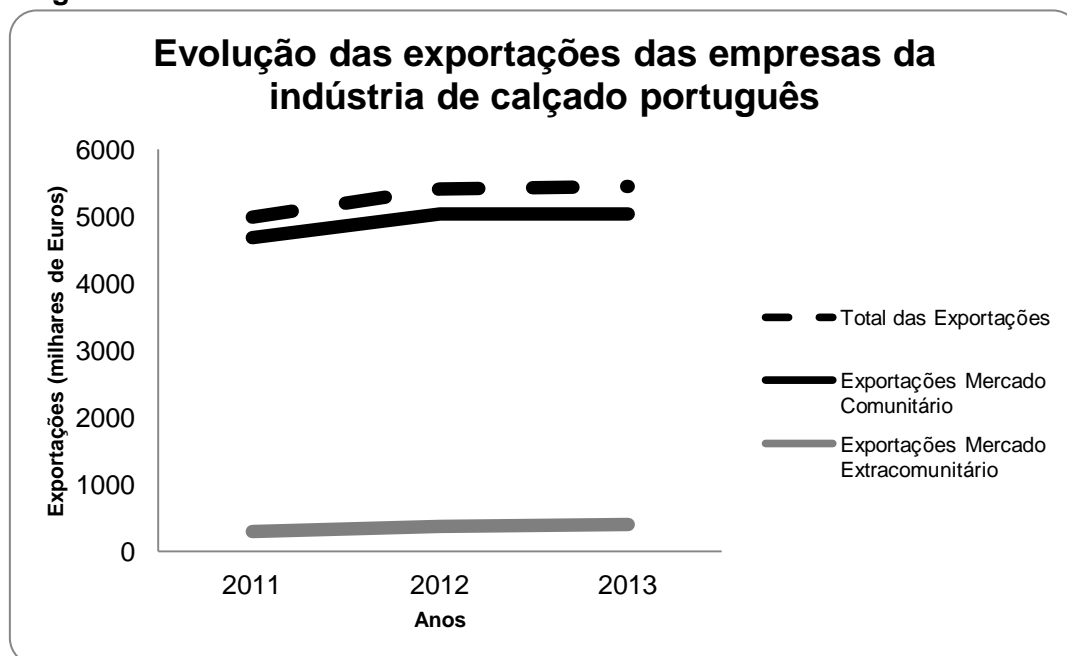
**Tabela 20- Variação percentual das vendas**

	Empresas Exportadoras		Empresas Não Exportadoras	
	2012	2013	2012	2013
Volume de Negócios	▲ 6,71%	▲ 4,92%	▲ 5,44%	▲ 3,89%

**Fonte:** Elaboração Própria, com dados obtidos através da SABI.

Como se pode constatar através da tabela 20, o Volume de Negócios, quer para as empresas exportadoras quer para as empresas não exportadoras, tem evoluído favoravelmente durante o período em análise. Todavia, e uma vez mais, as empresas exportadoras têm uma variação percentual superior face às empresas não exportadoras, sugerindo que as exportações têm um impacto positivo nas vendas das empresas exportadoras, como se poderá verificar de seguida através do gráfico 6.

**Gráfico 6- Evolução das exportações das empresas da indústria de calçado português**



**Fonte:** Elaboração Própria, com dados obtidos através da SABI.

Como referido anteriormente, as exportações de calçado português têm vindo a crescer e a aumentar a sua importância na economia, como se pode constatar no gráfico 6, em que as exportações têm vindo a crescer durante o período em análise, embora que em menor escala no ano 2013, como verificado na tabela 21.

**Tabela 21- Variação percentual das exportações (Total, Mercado Comunitário e Mercado Extracomunitário)**

	Empresas Exportadoras	
	2012	2013
Exportações (Total)	▲ 8,38%	▲ 0,71%
Exportações (Mercado Comunitário)	▲ 7,43%	▲ 0,05%
Exportações (Mercado Extracomunitário)	▲ 22,96%	▲ 9,61%

**Fonte:** Elaboração Própria, com dados obtidos através da SABI.

Contudo, e analisando as exportações nas duas dimensões existentes (Mercado Comunitário e Mercado Extracomunitário, definidos anteriormente), pode-se afirmar que as vendas para o Mercado Extracomunitário têm vindo a expandir-se em larga escala (salientando-se a variação ocorrida em 2012) face às exportações para o Mercado Comunitário.

No que diz respeito à análise descritiva das variáveis a estudar, foram obtidos os seguintes resultados apresentados nas tabelas 22 e 23, a primeira para as empresas totais da amostra e a segunda para aquelas que evidenciam *cash flows* positivos.

De um modo geral, ambas as tabelas fornecem uma visão geral das variáveis a estudar como, por exemplo, as empresas exportadoras exportam, em média, 74% do seu Volume de Negócios, atingindo um máximo de 100% em algumas empresas. Ou seja, as empresas exportadoras exportam grande parte da sua produção (cerca de  $\frac{3}{4}$ ), reforçando a sua posição no mercado externo. Já no que diz respeito ao *cash flow*, como seria de prever, quando excluídas as empresas com *cash flows* negativos, a média do coeficiente aumenta, reflexo da capacidade financeira que as empresas da indústria de calçado possuem (Manole e Spatareanu, 2010).

Como o nível de investimento pode estar correlacionado com as variáveis vendas e *cash flow* (Manole e Spatareanu, 2010) e porque as outras variáveis podem estar interrelacionadas, é necessário analisar a forma como as variáveis se correlacionam

entre si e, neste contexto, nas tabelas 24 e 25 serão apresentadas as matrizes de correlação para as duas análises distintas.

**Tabela 22- Estatística Descritiva (para todas as empresas em análise)**

	$\frac{I_{it}}{SC_{it-1}}$	$\frac{\Delta V_{it}}{V_{it-1}}$	$\frac{CF_{it}}{SC_{it-1}}$	$\frac{CF_{it}}{SC_{it-1}} * Exportador_{it}$	$\frac{Exportações_{it}}{V_{it}}$	$\ln(dim_{it})$	$\frac{Div_{it}}{SC_{it-1}}$
				Exportador=1			
Média	0,4421	0,1730	0,8457	0,6408	0,7372	3,0656	0,4804
Mediana	0,1762	0,0633	0,5620	0,4755	0,8453	3,1355	0,3069
Máximo	5,8142	9,2273	8,8808	4,6628	1,0000	7,1952	9,7000
Mínimo	-0,5299	-0,9948	-6,5081	-5,9424	0,0014	0,0000	-8,3086
Desvio Padrão	0,7916	0,8098	1,3772	1,0176	0,2865	1,4257	1,9252
Assimetria	3,6138	7,6586	1,4665	-0,7786	-1,2622	-0,1057	0,4761
Número de Empresas	181	181	181	94	94	181	181

**Fonte:** Elaboração Própria, com dados obtidos através da SABI e com auxílio do *software EViews*.

**Nota:**  $\frac{I_{it}}{SC_{it-1}}$  corresponde ao nível de investimento da empresa  $i$  no ano  $t$ ;  $\frac{\Delta V_{it}}{V_{it-1}}$  corresponde ao crescimento de vendas da empresa  $i$  no ano  $t$ ;  $\frac{CF_{it}}{SC_{it-1}}$  corresponde ao *cash flow* gerado pela empresa  $i$  no ano  $t$ ;  $\frac{CF_{it}}{SC_{it-1}} * Exportador_{it}$  corresponde ao *cash flow* gerado pela empresa exportadora  $i$  no ano  $t$ ;  $\frac{Exportações_{it}}{V_{it}}$  corresponde à percentagem de exportações da empresa  $i$  no ano  $t$ ;  $\ln(dim_{it})$  corresponde à dimensão da empresa  $i$  no ano  $t$ ; e  $\frac{Div_{it}}{SC_{it-1}}$  corresponde à dívida da empresa  $i$  no ano  $t$ . Nos coeficientes  $\frac{CF_{it}}{SC_{it-1}} * Exportador_{it}$  e  $\frac{Exportações_{it}}{V_{it}}$  apenas foram analisadas as empresas exportadoras.

**Tabela 23- Estatística Descritiva (apenas empresas com *cash flow* positivo)**

	$\frac{I_{it}}{SC_{it-1}}$	$\frac{\Delta V_{it}}{V_{it-1}}$	$\frac{CF_{it}}{SC_{it-1}}$	$\frac{CF_{it}}{SC_{it-1}} * Exportador_{it}$	$\frac{Exportações_{it}}{V_{it}}$	$\ln(dim_{it})$	$\frac{Div_{it}}{SC_{it-1}}$
				Exportador=1			
Média	0,5091	0,2058	1,0653	0,8716	0,7440	3,0774	0,6695
Mediana	0,2194	0,0740	0,6651	0,5951	0,8766	3,1355	0,4011
Máximo	5,8142	9,2273	8,8808	4,6628	1,0000	7,1952	9,7000
Mínimo	-0,5299	-0,9229	0,0208	0,0208	0,0014	0,0000	-7,1418
Desvio Padrão	0,8461	0,8697	1,2013	0,7905	0,2941	1,3960	1,8078
Assimetria	3,3592	7,4432	3,0545	1,8384	-1,2965	-0,1058	1,1979
Número de Empresas	148	148	148	78	78	148	148

**Fonte:** Elaboração Própria, com dados obtidos através da SABI e com auxílio do *software EViews*.

**Nota:**  $\frac{I_{it}}{SC_{it-1}}$  corresponde ao nível de investimento da empresa  $i$  no ano  $t$ ;  $\frac{\Delta V_{it}}{V_{it-1}}$  corresponde ao crescimento de vendas da empresa  $i$  no ano  $t$ ;  $\frac{CF_{it}}{SC_{it-1}}$  corresponde ao *cash flow* gerado pela empresa  $i$  no ano  $t$ ;  $\frac{CF_{it}}{SC_{it-1}} * Exportador_{it}$  corresponde ao *cash flow* gerado pela empresa exportadora  $i$  no ano  $t$ ;  $\frac{Exportações_{it}}{V_{it}}$  corresponde à percentagem de exportações da empresa  $i$  no ano  $t$ ;  $\ln(dim_{it})$  corresponde à dimensão da empresa  $i$  no ano  $t$ ; e  $\frac{Div_{it}}{SC_{it-1}}$  corresponde à dívida da empresa  $i$  no ano  $t$ . Nos coeficientes  $\frac{CF_{it}}{SC_{it-1}} * Exportador_{it}$  e  $\frac{Exportações_{it}}{V_{it}}$  apenas foram analisadas as empresas exportadoras.

**Tabela 24- Matriz de correlação (para todas as empresas em análise)**

	$\frac{I_{it}}{SC_{it-1}}$	$\frac{\Delta V_{it}}{V_{it-1}}$	$\frac{CF_{it}}{SC_{it-1}}$	$\frac{CF_{it}}{SC_{it-1}} * Exportador_{it}$	$\frac{Exportações_{it}}{V_{it}}$	$\ln(dim_{it})$	$\frac{Div_{it}}{SC_{it-1}}$
$\frac{I_{it}}{SC_{it-1}}$	1,00						
$\frac{\Delta V_{it}}{V_{it-1}}$	-0,0229	1,00					
$\frac{CF_{it}}{SC_{it-1}}$	0,4275	0,0339	1,00				
$\frac{CF_{it}}{SC_{it-1}} * Exportador_{it}$	0,1210	-0,0034	0,4266	1,00			
$\frac{Exportações_{it}}{V_{it}}$	-0,1077	-0,0902	-0,1337	0,3515	1,00		
$\ln(dim_{it})$	-0,0999	-0,0590	-0,1413	0,2917	0,7117	1,00	
$\frac{Div_{it}}{SC_{it-1}}$	0,3612	0,1406	0,5258	0,2252	-0,0756	-0,0737	1,00

**Fonte:** Elaboração Própria, com dados obtidos através da SABI e com auxílio do *software EViews*.

**Nota:**  $\frac{I_{it}}{SC_{it-1}}$  corresponde ao nível de investimento da empresa  $i$  no ano  $t$ ;  $\frac{\Delta V_{it}}{V_{it-1}}$  corresponde ao crescimento de vendas da empresa  $i$  no ano  $t$ ;  $\frac{CF_{it}}{SC_{it-1}}$  corresponde ao *cash flow* gerado pela empresa  $i$  no ano  $t$ ;  $\frac{CF_{it}}{SC_{it-1}} * Exportador_{it}$  corresponde ao *cash flow* gerado pela empresa exportadora  $i$  no ano  $t$ ;  $\frac{Exportações_{it}}{V_{it}}$  corresponde à percentagem de exportações da empresa  $i$  no ano  $t$ ;  $\ln(dim_{it})$  corresponde à dimensão da empresa  $i$  no ano  $t$ ; e  $\frac{Div_{it}}{SC_{it-1}}$  corresponde à dívida da empresa  $i$  no ano  $t$ .

Em relação à tabela 24, verifica-se que a maioria dos elementos fora da diagonal principal tem uma correlação inferior a 50%. Contudo, observa-se que existe uma moderada correlação entre os coeficientes  $\frac{CF_{it}}{SC_{it-1}}$  e  $\frac{Div_{it}}{SC_{it-1}}$  e os coeficientes  $\frac{Exportações_{it}}{V_{it}}$  e  $\ln(dim_{it})$ , pois enunciando a literatura empírica existente (Campa e Shaver, 2002; Espanol, 2006; Greenaway, Guariglia e Kneller, 2007; Manole e Spatareanu, 2010; Silva e Carreira, 2010; Minetti e Zhu, 2011; Silva e Carreira, 2011; Silva, 2012; e Gondzik, 2015), no primeiro caso o *cash flow* é muitas das vezes utilizado como variável para medir o nível das restrições financeiras e, assim sendo, era de se prever que esta variável em conjunção com a variável dívida originasse um coeficiente de correlação moderado. No segundo caso, também era de se antecipar que estas duas variáveis tivessem um coeficiente de correlação moderado pois, as empresas exportadoras tendem a ser de dimensão maior comparativamente às empresas não exportadoras, aferindo que as empresas de maior dimensão têm uma maior capacidade de investimento comparativamente às de menor dimensão (Campa e Shaver, 2002; Greenaway, Guariglia e Kneller, 2007; Bellone, Musso, Nesta e Schiavo, 2010; Minetti e Zhu, 2011; Silva e Carreira, 2011; Silva, 2012; Abor, Agbloyor e Kuipo, 2014). No que concerne à tabela 25, verifica-se o já enunciado anteriormente relativamente à tabela 24.

**Tabela 25- Matriz de Correlação (apenas empresas com *cash flow* positivo)**

	$\frac{I_{it}}{SC_{it-1}}$	$\frac{\Delta V_{it}}{V_{it-1}}$	$\frac{CF_{it}}{SC_{it-1}}$	$\frac{CF_{it}}{SC_{it-1}} * Exportador_{it}$	$\frac{Exportações_{it}}{V_{it}}$	$\ln(dim_{it})$	$\frac{Div_{it}}{SC_{it-1}}$
$\frac{I_{it}}{SC_{it-1}}$	1,00						
$\frac{\Delta V_{it}}{V_{it-1}}$	-0,0402	1,00					
$\frac{CF_{it}}{SC_{it-1}}$	0,4608	-0,0066	1,00				
$\frac{CF_{it}}{SC_{it-1}} * Exportador_{it}$	0,0730	-0,0536	0,2769	1,00			
$\frac{Exportações_{it}}{V_{it}}$	-0,1269	-0,1121	-0,1541	0,5143	1,00		
$\ln(dim_{it})$	-0,1108	-0,0772	-0,1444	0,4501	0,6954	1,00	
$\frac{Div_{it}}{SC_{it-1}}$	0,3842	0,1132	0,4159	0,0747	-0,1126	-0,0982	1,00

**Fonte:** Elaboração Própria, com dados obtidos através da SABI e com auxílio do *software EViews*.

**Nota:**  $\frac{I_{it}}{SC_{it-1}}$  corresponde ao nível de investimento da empresa  $i$  no ano  $t$ ;  $\frac{\Delta V_{it}}{V_{it-1}}$  corresponde ao crescimento de vendas da empresa  $i$  no ano  $t$ ;  $\frac{CF_{it}}{SC_{it-1}}$  corresponde ao *cash flow* gerado pela empresa  $i$  no ano  $t$ ;  $\frac{CF_{it}}{SC_{it-1}} * Exportador_{it}$  corresponde ao *cash flow* gerado pela empresa exportadora  $i$  no ano  $t$ ;  $\frac{Exportações_{it}}{V_{it}}$  corresponde à percentagem de exportações da empresa  $i$  no ano  $t$ ;  $\ln(dim_{it})$  corresponde à dimensão da empresa  $i$  no ano  $t$ ; e  $\frac{Div_{it}}{SC_{it-1}}$  corresponde à dívida da empresa  $i$  no ano  $t$ .



## 5.2. Resultados econométricos

Neste subcapítulo pretende-se responder à principal questão: terão as empresas exportadoras mais restrições de liquidez do que as empresas não exportadoras perante uma decisão de investimento? Para esse efeito, são estudados os modelos 1, 2 e 3 apresentados no capítulo anterior, procedendo-se a uma breve análise após a apresentação dos valores estimados.

O modelo adotado no estudo empírico segue uma abordagem de modelos de dados em painel que consiste numa combinação de *time series* com *cross-section*, ou seja, os dados são analisados ao longo do tempo e para as várias empresas. Adicionalmente, a metodologia de dados em painel permite eliminar a heterogeneidade, designadamente as características não observáveis. Este modelo apresenta uma dimensão transversal e temporal, conseguindo anular o efeito das variáveis que podem não ser observadas em outro tipo de modelos. Para além do supramencionado, os dados em painel fornecem mais informação, mais variabilidade e menos colinearidade entre as variáveis, bem como maiores graus de liberdade e maior eficiência.

No presente estudo, a base de dados possui observações para um conjunto de 181 empresas da indústria de calçado português e para a segunda análise, com a exclusão das empresas que detenham *cash flows* negativos, são analisadas 148 empresas, para um período compreendido entre 2011 e 2013. Dentro de uma análise em painel, esta é analisada em dois modelos básicos, nomeadamente, o modelo dos efeitos fixos e o modelo dos efeitos aleatórios.

Em relação ao método de efeitos fixos, este pressupõe que as diferenças de comportamento entre as empresas ao longo do tempo são captadas pela parte constante que varia de empresa para empresa. A principal característica deste modelo é tratar os coeficientes estimados  $\alpha_i$  como variáveis aleatórias não observadas.

Já no que diz respeito ao modelo de efeitos aleatórios, este método considera que o comportamento específico dos indivíduos e do período de tempo estudado é desconhecido, não podendo ser observado nem mensurado. Para além disso, este tipo de método considera que as possíveis diferenças entre as empresas (*cross-section*) não são capturadas pelas variáveis independentes. O modelo de efeitos aleatórios será preferível quando a especificação é completa, sendo que não foram ocultadas variáveis que fossem relevantes para o estudo.

Deste modo, a principal diferença entre o método de efeitos fixos e o método de efeitos aleatórios situa-se na forma como capturam a heterogeneidade da amostra, de

maneira que os efeitos fixos consideram que a heterogeneidade é captada na parte constante, enquanto os efeitos aleatórios captam no termo de perturbação.

No entanto, para se saber qual destes dois tipos de métodos é o mais adequado para o modelo em questão, é realizado o Teste de Hausman, cujo objetivo é verificar a relação entre o ruído branco e as variáveis explicativas, e que testa sob a hipótese nula de que os efeitos individuais ou temporais não observáveis, não estão correlacionados com as variáveis explicativas. Um valor grande e significativo de teste significa uma diferença de coeficientes estimados pelos dois modelos e assim rejeitamos a hipótese nula de que os dois métodos são bons em detrimento da hipótese alternativa de que um está bem (o de efeitos fixos) e o outro não (o de efeitos aleatórios). Neste caso podemos rejeitar os efeitos aleatórios e seguir com o método de efeitos fixos. Ocorrendo a rejeição da hipótese nula ( $p\text{-value} < 0,05$ ) leva a concluir que os efeitos aleatórios são inconsistentes e que o modelo de efeitos fixos é o modelo que melhor se adequa (Manole e Spatareanu, 2010).

### **5.2.1. Resultados da estimação – Modelo 1**

Utilizando a metodologia anteriormente proposta, bem como os três modelos apresentados, as variáveis são analisadas de forma separada (para todas as empresas em análise e para apenas as empresas que detêm *cash flows* positivos), procurando identificar os padrões de comportamento das variáveis. Deste modo, foram obtidos os seguintes resultados para o modelo 1 apresentados na tabela 26.

**Tabela 26- Resultados da estimação- Modelo 1**

<b>Modelo 1:</b> $\frac{I_{it}}{SC_{it-1}} = \alpha_0 + \alpha_1 \frac{\Delta V_{it}}{V_{it-1}} + \alpha_2 1 * \frac{CF_{it}}{SC_{it-1}} + \alpha_3 1 * \frac{CF_{it}}{SC_{it-1}} * Exportadora_{it} + \alpha_4 \ln(dim_{it}) + \alpha_5 \frac{Div_{it}}{SC_{it-1}} + \alpha_i + \alpha_t + \varepsilon_{it}$												
Variáveis Independentes	Variável Dependente: $\frac{I_{it}}{SC_{it-1}}$											
	Efeitos Fixos						Efeitos Aleatórios					
	Coeficiente		Desvio Padrão		p-value		Coeficiente		Desvio Padrão		p-value	
	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)
Termo Independente	-2,7930	-3,4171	1,4235	2,0067	0,0505*	0,0897*	0,2949	0,1999	0,1033	0,1297	0,0045***	0,1239
$\frac{\Delta V_{it}}{V_{it-1}}$	-0,0806	-0,0306	0,0384	0,0399	0,0366**	0,4435	-0,0633	-0,0638	0,0194	0,0196	0,0012***	0,0012***
$\frac{CF_{it}}{SC_{it-1}}$	0,2600	0,4884	0,1280	0,1064	0,0430**	0,0000***	0,2056	0,2839	0,0638	0,0712	0,0013***	0,0001***
$\frac{CF_{it}}{SC_{it-1}} * Exportadora_{it}$	-0,1147	-0,0499	0,1769	0,2629	0,5173	0,8495	-0,0702	-0,0554	0,0840	0,1007	0,4041	0,5824
$\ln(dim_{it})$	0,9980	1,1086	0,4631	0,6647	0,0318**	0,0965*	-0,0096	-0,0073	0,0254	0,0336	0,7063	0,8277
$\frac{Div_{it}}{SC_{it-1}}$	0,0163	0,0353	0,0381	0,0420	0,6683	0,4005	0,0771	0,1013	0,0321	0,0355	0,0166**	0,0046***
Nº de Observações	543	444					543	444				
R <sup>2</sup>	0,5296	0,5945					0,2110	0,2605				
Estatística Durbin-Watson	2,4658	2,5059					1,6229	1,6693				

**Fonte:** Elaboração Própria, com dados obtidos através da SABI e com auxílio do *software EViews*.

**Legenda-** (1) para todas as empresas; (2) apenas empresas com *cash flow* positivo.

**Nota 1:**  $\frac{I_{it}}{SC_{it-1}}$  : nível de investimento da empresa *i* no ano *t*;  $\frac{\Delta V_{it}}{V_{it-1}}$  : crescimento de vendas da empresa *i* no ano *t*;  $\frac{CF_{it}}{SC_{it-1}}$  : *cash flow* gerado pela empresa *i* no ano *t*;  $\frac{CF_{it}}{SC_{it-1}}$

\* *Exportadora<sub>it</sub>* : *cash flow* gerado pela empresa exportadora *i* no ano *t*;  $\ln(dim_{it})$ : dimensão da empresa *i* no ano *t*; e  $\frac{Div_{it}}{SC_{it-1}}$  : à dívida da empresa *i* no ano *t*.

**Nota 2:** \* para um nível de significância de 10%; \*\* para um nível de significância de 5%; \*\*\* para um nível de significância de 1%.

Como se pode verificar na tabela 26, o modelo de efeitos fixos é o que apresenta melhor qualidade de ajustamento ( $R^2$ ), ou seja, 52,96% (no caso de análise para todas as empresas) e 59,45% (no caso das empresas que detêm *cash flows* positivos) das variações na variável endógena em torno da sua média amostral são explicadas pelo modelo. No modelo de efeitos aleatórios, a qualidade de ajustamento é menor.

Contudo, para testar qual destes dois tipos de modelos é o preferível, é realizado o Teste de Hausman apresentado na tabela 27.

**Tabela 27- Teste de Hausman- Modelo 1**

<b>Teste de Hausman</b>			
<i>Test Summary</i>	<i>Chi-Sq. Statistic</i>	<i>Chi-Sq. d.f.</i>	<i>Prob.</i>
<i>Cross-section random</i> (para todas as empresas)	35,7139	5	0,0000
<i>Cross-section random</i> (apenas empresas com <i>cash flow</i> positivo)	42,4255	5	0,0000

**Fonte:** Elaboração Própria, com dados obtidos através da SABI e com auxílio do *software EViews*.

Da análise à tabela 27, o resultado do teste sugere que, para um nível de significância de 5%, rejeita-se a hipótese nula, ou seja, o modelo de efeitos fixos é a forma mais adequada de proceder à estimação do modelo 1. Deste modo, na tabela 28 resumem-se os efeitos que seriam de esperar e os obtidos através da estimação.

**Tabela 28- Efeito Esperado vs. Efeito Obtido- Modelo 1**

Variáveis	Efeito das variáveis na literatura existente		Modelo 1 (para todas as empresas)	Modelo 1 (apenas empresas com cash flow positivo)
	Autores	Efeito		
$\frac{\Delta V_{it}}{V_{it-1}}$	Konings, Rizov e Vandenbussche (2003); Espanol (2006); Manole e Spatareanu (2010); Silva e Carreira (2010); Minetti e Zhu (2011); Silva e Carreira (2011); Silva (2012).	(+)	(-) **	(-)
$\frac{CF_{it}}{SC_{it-1}}$	Manole e Spatareanu (2010); Silva e Carreira (2010); Silva e Carreira (2011).	(+)	(+) **	(+) ***
$\frac{CF_{it}}{SC_{it-1}}$ * <i>Exportador<sub>it</sub></i>	Campa e Shaver (2002); Greenaway, Guariglia e Kneller (2007); Manole e Spatareanu (2015).	(+)	(-)	(-)
	Manole e Spatareanu (2010).	(-)		
$\ln(dim_{it})$	Manole e Spatareanu (2010); Minetti e Zhu (2011).	(+)	(+) **	(+) *
$\frac{Div_{it}}{SC_{it-1}}$	Manole e Spatareanu (2010); Silva e Carreira (2010); Silva e Carreira (2011).	(+)	(+)	(+)

**Fonte:** Elaboração Própria, com dados obtidos através da SABI e com auxílio do *software EViews*.

**Nota 1:**  $\frac{I_{it}}{SC_{it-1}}$ : nível de investimento da empresa *i* no ano *t*;  $\frac{\Delta V_{it}}{V_{it-1}}$ : crescimento de vendas da empresa *i* no ano *t*;  $\frac{CF_{it}}{SC_{it-1}}$ : cash flow gerado pela empresa *i* no ano *t*;  $\frac{CF_{it}}{SC_{it-1}} * Exportador_{it}$ : cash flow gerado pela empresa exportadora *i* no ano *t*;  $\ln(dim_{it})$ : dimensão da empresa *i* no ano *t*; e  $\frac{Div_{it}}{SC_{it-1}}$ : à dívida da empresa *i* no ano *t*.

**Nota 2:** \* para um nível de significância de 10%; \*\* para um nível de significância de 5%; \*\*\* para um nível de significância de 1%.

Como se pode constatar através da tabela 28, com a exceção do coeficiente  $\frac{\Delta V_{it}}{V_{it-1}}$ , todas as variáveis obtiveram os efeitos esperados e já obtidos na literatura empírica já existente. No que concerne ao crescimento das vendas, este coeficiente revelou-se contrário ao evidenciado na literatura empírica, todavia de modo

estatisticamente insignificativo na análise apenas às empresas com *cash flows* positivos. Tal facto deve-se, essencialmente, ao facto das empresas não exportadoras terem desinvestido nos primeiros anos em análise na ordem dos 42% face ao crescimento de vendas que as mesmas obtiveram (5,44%). O crescimento das vendas, quando são excluídas as empresas com *cash flows* negativos, continuou a ter um impacto negativo, contudo de valor inferior comparativamente a todas as empresas, e estatisticamente não significativo para o estudo. No entanto, e de acordo com a literatura existente, os efeitos esperados das restantes variáveis foram ao encontro aos obtidos, não denotando grandes diferenças.

Em consenso com Silva e Carreira (2010), Silva e Carreira (2011) e com Manole e Spatareanu (2010), independentemente de uma empresa ser exportadora ou não exportadora, os resultados sugerem que o efeito do *cash flow* nas decisões de investimento das empresas é positivo e estatisticamente significativo, indicando que os fundos internos das empresas são um fator importante e determinante perante uma decisão de investimento das empresas da indústria de calçado português.

Já quando se diferem as empresas exportadoras das não exportadoras através da variável *dummy*, o sinal do efeito inverte-se, tornando-se negativo, sugerindo que as empresas exportadoras financiam os seus investimentos mais facilmente que as empresas não exportadoras. Contudo, esta variável é estatisticamente não significativa, indicando que as empresas exportadoras não diferem o seu comportamento em termos de investimento das demais empresas.

Em relação às duas outras variáveis, ambas vão de encontro aos resultados da literatura. Enquanto o coeficiente da dívida é estatisticamente não significativo, a variável dimensão tem um impacto positivo nos investimentos das empresas da indústria de calçado português.

Com a exclusão das empresas com *cash flows* negativos, pode-se concluir que não houve grandes diferenças no que diz respeito ao efeito esperado de todas as variáveis. Salienta-se o facto de que, com a exclusão das empresas com *cash flows*

negativos, quer para o coeficiente  $\frac{CF_{it}}{SC_{it-1}}$  como para o coeficiente  $\frac{CF_{it}}{SC_{it-1}} * Exportador_{it}$ ,

o impacto de ambos em relação às decisões de investimento aumentou (embora estatisticamente não significativo), indo ao encontro do previsto inicialmente. É ainda importante referir que, com a exclusão das empresas com *cash flows* negativos, a qualidade do modelo aumentou de 52,96% para 59,45%, salientando-se assim a importância desta exclusão e o seu teste.

### 5.2.2. Resultados da estimação – Modelo 2

Relativamente ao modelo 2, este é similar ao modelo 1, com a integração de mais uma variável:  $\frac{Exportações_{it}}{V_{it}}$ . Com esta variável pretende-se testar o impacto que as exportações face ao Volume de Negócios possam auferir no modelo. Deste modo, os resultados obtidos foram os seguintes apresentados na tabela 29.

**Tabela 29- Resultados da estimação- Modelo 2**

<b>Modelo 2:</b> $\frac{I_{it}}{SC_{it-1}} = \alpha_0 + \alpha_1 \frac{\Delta V_{it}}{V_{it-1}} + \alpha_2 1 * \frac{CF_{it}}{SC_{it-1}} + \alpha_3 1 * \frac{CF_{it}}{SC_{it-1}} * Exportador_{it} + \alpha_4 \frac{Exportaçõe_{sit}}{V_{it}} + \alpha_5 \ln(dim_{it}) + \alpha_6 \frac{Div_{it}}{SC_{it-1}} + \alpha_i + \alpha_t + \varepsilon_{it}$												
Variáveis Independentes	Variável Dependente: $\frac{I_{it}}{SC_{it-1}}$											
	Efeitos Fixos						Efeitos Aleatórios					
	Coeficiente		Desvio Padrão		p-value		Coeficiente		Desvio Padrão		p-value	
	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)
Termo Independente	-2,7840	-3,5681	1,4270	2,0322	0,0519*	0,0802*	0,2840	0,1913	0,1074	0,1330	0,0084***	0,1511
$\frac{\Delta V_{it}}{V_{it-1}}$	-0,0807	-0,0304	0,0384	0,0400	0,0366**	0,4479	-0,0647	-0,0654	0,0196	0,0199	0,0010***	0,0011***
$\frac{CF_{it}}{SC_{it-1}}$	0,2599	0,4887	0,1282	0,1066	0,0434**	0,0000***	0,2032	0,2804	0,0651	0,0735	0,0019***	0,0002***
$\frac{CF_{it}}{SC_{it-1}} * Exportador_{it}$	-0,1150	-0,0390	0,1775	0,2551	0,5177	0,8785	-0,0633	-0,0434	0,0861	0,1060	0,4624	0,6822
$\frac{Exportaçõe_{sit}}{V_{it}}$	-0,0253	0,3524	0,3198	0,5025	0,9371	0,4837	-0,0588	-0,0660	0,1223	0,1371	0,6310	0,6307
$\ln(dim_{it})$	0,9983	1,1110	0,4638	0,6663	0,0320**	0,0965*	0,0013	0,0035	0,0363	0,0430	0,9710	0,9359
$\frac{Div_{it}}{SC_{it-1}}$	0,0164	0,0349	0,0384	0,0422	0,6689	0,4082	0,0771	0,1010	0,0321	0,0355	0,0167**	0,0046***
Nº de Observações	543	444					543	444				
R <sup>2</sup>	0,5296	0,5949					0,2113	0,2609				
Estatística Durbin-Watson	2,4658	2,5097					1,6243	1,5005				

**Fonte:** Elaboração Própria, com dados obtidos através da SABI e com auxílio do *software EViews*. **Legenda-** (1) para todas as empresas; (2) apenas empresas com *cash flow* positivo.

**Nota 1:**  $\frac{I_{it}}{SC_{it-1}}$  : nível de investimento da empresa *i* no ano *t*;  $\frac{\Delta V_{it}}{V_{it-1}}$  : crescimento de vendas da empresa *i* no ano *t*;  $\frac{CF_{it}}{SC_{it-1}}$  : *cash flow* gerado pela empresa *i* no ano *t*;  $\frac{CF_{it}}{SC_{it-1}}$

\*  $Exportador_{it}$  : *cash flow* gerado pela empresa exportadora *i* no ano *t*;  $\frac{Exportaçõe_{sit}}{V_{it}}$  : percentagem de exportações da empresa *i* no ano *t*;  $\ln(dim_{it})$ : dimensão da empresa *i* no ano *t*

; e  $\frac{Div_{it}}{SC_{it-1}}$  : à dívida da empresa *i* no ano *t*.

**Nota 2:** \* para um nível de significância de 10%; \*\* para um nível de significância de 5%; \*\*\* para um nível de significância de 1%.



Através da tabela 29, sugere-se que, em termos de qualidade de ajustamento, as conclusões são similares às do modelo 1 (os efeitos fixos apresentam melhor qualidade de ajustamento), com o mesmo  $R^2$  para todas as empresas mas com um ligeiro aumento no que diz respeito às empresas exclusivamente detentoras de *cash flows* positivos (59,49% face aos 59,45% do modelo 1). Em relação aos efeitos aleatórios, estes continuam com uma qualidade de ajustamento inferior a metade relativamente à dos efeitos fixos. Testando os dados obtidos, foi obtido o seguinte resultado em termos de Teste de Hausman, cujos valores são apresentados na tabela 30.

**Tabela 30- Teste de Hausman- Modelo 2**

<b>Teste de Hausman</b>			
<i>Test Summary</i>	<i>Chi-Sq. Statistic</i>	<i>Chi-Sq. d.f.</i>	<i>Prob.</i>
<i>Cross-section random</i> (para todas as empresas)	35,4220	6	0,0000
<i>Cross-section random</i> (apenas empresas com <i>cash flow</i> positivo)	42,6792	6	0,000

**Fonte:** Elaboração Própria, com dados obtidos através da SABI e com auxílio do *software EViews*.

Como se pode verificar na tabela 30, o resultado do teste sugere que, para um nível de significância de 5%, rejeita-se a hipótese nula, ou seja, o modelo de efeitos fixos é a forma mais adequada de proceder à estimação do modelo 2. Assim, e em confrontação com a literatura empírica existente, a tabela 31 apresenta sucintamente os efeitos obtidos.

Com a introdução da variável  $\frac{Exportações_{it}}{V_{it}}$ , como se pode observar na tabela

31, esta variável tomou valores de sinais inversos nos dois testes realizados (para todas as empresas e para as empresas que detêm *cash flows* positivos). Deste modo, no caso da análise a todas as empresas, o impacto da variável introduzida é negativo, indo ao encontro dos resultados obtidos pelos autores pioneiros acerca da temática (Campa e Shaver, 2002), ou seja, os investimentos das empresas exportadoras são menos sensíveis aos *cash flows*. Contudo, esta variável revelou-se estatisticamente não significativa, indicando que a introdução desta variável no modelo para todas as empresas não adicionou importância ao presente estudo. Em relação às empresas que detêm exclusivamente *cash flows* positivos, o sinal anteriormente observado inverteu-se, indo ao encontro dos resultados obtidos por Gupta, Wilson, Gregoriou e Healy (2014),

indicando que os investimentos das empresas exportadoras são sensíveis aos *cash flows* gerados.

**Tabela 31- Efeito Esperado vs. Efeito Obtido- Modelo 2**

Variáveis	Efeito das variáveis na literatura existente		Modelo 2 (para todas as empresas)	Modelo 2 (apenas empresas com <i>cash flow</i> positivo)
	Autores	Efeito		
$\frac{\Delta V_{it}}{V_{it-1}}$	Konings, Rizov e Vandebussche (2003); Espanol (2006); Manole e Spatareanu (2010); Silva e Carreira (2010); Minetti e Zhu (2011); Silva e Carreira (2011); Silva (2012).	(+)	(-) **	(-)
$\frac{CF_{it}}{SC_{it-1}}$	Manole e Spatareanu (2010); Silva e Carreira (2010); Silva e Carreira (2011).	(+)	(+) **	(+) ***
$\frac{CF_{it}}{SC_{it-1}} * Exportador_{it}$	Campa e Shaver (2002); Greenaway, Guariglia e Kneller (2007); Manole e Spatareanu (2015).	(+)	(-)	(-)
	Manole e Spatareanu (2010).	(-)		
$\frac{Exportações_{it}}{V_{it}}$	Gupta, Wilson, Gregoriou e Healy (2014).	(+)	(-)	(+)
	Campa e Shaver (2002).	(-)		
$\ln(dim_{it})$	Manole e Spatareanu (2010); Minetti e Zhu (2011).	(+)	(+) **	(+) *
$\frac{Div_{it}}{SC_{it-1}}$	Manole e Spatareanu (2010); Silva e Carreira (2010); Silva e Carreira (2011).	(+)	(+)	(+)

**Fonte:** Elaboração Própria, com dados obtidos através da SABI e com auxílio do *software EViews*.

**Nota 1:**  $\frac{I_{it}}{SC_{it-1}}$ : nível de investimento da empresa  $i$  no ano  $t$ ;  $\frac{\Delta V_{it}}{V_{it-1}}$ : crescimento de vendas da empresa  $i$  no ano  $t$ ;  $\frac{CF_{it}}{SC_{it-1}}$ : *cash flow* gerado pela empresa  $i$  no ano  $t$ ;  $\frac{CF_{it}}{SC_{it-1}} * Exportador_{it}$ : *cash flow* gerado pela empresa exportadora  $i$  no ano  $t$ ;  $\frac{Exportações_{it}}{V_{it}}$ : percentagem de exportações da empresa  $i$  no ano  $t$ ;  $\ln(dim_{it})$ : dimensão da empresa  $i$  no ano  $t$ ; e  $\frac{Div_{it}}{SC_{it-1}}$ : à dívida da empresa  $i$  no ano  $t$ .

**Nota 2:** \* para um nível de significância de 10%; \*\* para um nível de significância de 5%; \*\*\* para um nível de significância de 1%.

No entanto, tal como verificado na análise a todas as empresas, esta variável revelou-se estatisticamente não significativa, pelo que a introdução desta variável não se revelou de importância estatística. Relativamente às restantes variáveis, os sinais mantiveram-se iguais aos obtidos no modelo 1.

Deste modo, conclui-se que, com a inclusão desta variável, todos os resultados se mantiveram iguais aos obtidos no modelo 1, ou seja, os efeitos esperados foram ao encontro dos obtidos, apesar da variável introduzida se ter revelado estatisticamente não significativa nas duas análises obtidas.

### 5.2.3. Resultados da estimação – Modelo 3

Relativamente ao modelo 3, é testada a importância de retirar a variável *dummy*  $\left( \frac{CF_{it}}{SC_{it-1}} * Exportador_{it} \right)$ , com o intuito de verificar se a variável  $\frac{Exportações_{it}}{V_{it}}$ , isoladamente, revela-se estatisticamente significativa para a sua inclusão no estudo. Assim, os resultados obtidos para o presente modelo são os que se apresentam na tabela 32.

**Tabela 32- Resultados da estimação- Modelo 3**

<b>Modelo 3:</b> $\frac{I_{it}}{SC_{it-1}} = \alpha_0 + \alpha_1 \frac{\Delta V_{it}}{V_{it-1}} + \alpha_2 1^* \frac{CF_{it}}{SC_{it-1}} + \alpha_3 \frac{Exportações_{it}}{V_{it}} + \alpha_4 \ln(dim_{it}) + \alpha_5 \frac{Div_{it}}{SC_{it-1}} + \alpha_i + \alpha_t + \varepsilon_{it}$												
Variáveis Independentes	Variável Dependente: $\frac{I_{it}}{SC_{it-1}}$											
	Efeitos Fixos						Efeitos Aleatórios					
	Coeficiente		Desvio Padrão		p-value		Coeficiente		Desvio Padrão		p-value	
	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)
Termo Independente	-2,7864	-3,5821	1,4413	2,0519	0,0540*	0,0819*	0,3075	0,2085	0,0944	0,1186	0,0012***	0,0793*
$\frac{\Delta V_{it}}{V_{it-1}}$	-0,0855	-0,0319	0,0351	0,0405	0,0154**	0,4312	-0,0660	-0,0663	0,0199	0,0200	0,0010***	0,0010***
$\frac{CF_{it}}{SC_{it-1}}$	0,2377	0,4831	0,1038	0,0976	0,0227**	0,0000***	0,1854	0,2706	0,0483	0,0607	0,0001***	0,0000***
$\frac{Exportações_{it}}{V_{it}}$	0,0116	0,3852	0,4155	0,5980	0,9777	0,5200	-0,0974	-0,0968	0,1216	0,1340	0,4238	0,4703
$\ln(dim_{it})$	0,9888	1,1077	0,4633	0,6619	0,0335**	0,0953*	-0,0034	-0,0013	0,0345	0,0402	0,9208	0,9744
$\frac{Div_{it}}{SC_{it-1}}$	0,0139	0,0344	0,0376	0,0426	0,7122	0,4193	0,0773	0,1013	0,0319	0,0355	0,0159**	0,0045***
Nº de Observações	543	444					543	444				
R <sup>2</sup>	0,5271	0,5948					0,2091	0,2603				
Estatística Durbin-Watson	2,4642	2,5045					1,6250	1,6659				

**Fonte:** Elaboração Própria, com dados obtidos através da SABI e com auxílio do *software EViews*. **Legenda-** (1) para todas as empresas; (2) apenas empresas com *cash flow* positivo.

**Nota 1:**  $\frac{I_{it}}{SC_{it-1}}$  : nível de investimento da empresa *i* no ano *t*;  $\frac{\Delta V_{it}}{V_{it-1}}$  : crescimento de vendas da empresa *i* no ano *t*;  $\frac{CF_{it}}{SC_{it-1}}$  : *cash flow* gerado pela empresa *i* no ano *t*;  $\frac{Exportações_{it}}{V_{it}}$  : percentagem de exportações da empresa *i* no ano *t*;  $\ln(dim_{it})$ : dimensão da empresa *i* no ano *t*; e  $\frac{Div_{it}}{SC_{it-1}}$  : à dívida da empresa *i* no ano *t*.

**Nota 2:** \* para um nível de significância de 10%; \*\* para um nível de significância de 5%; \*\*\* para um nível de significância de 1%.

Em termos de qualidade de ajustamento, as conclusões são iguais às obtidas nos modelos 1 e 2 (modelo de efeitos fixos preferível ao dos efeitos aleatórios), sendo que, no caso da análise às empresas que detêm *cash flows* positivos, a qualidade de ajustamento apresenta-se de maior valor comparativamente à análise de todas as empresas. Deste modo, a análise seguinte foca-se na análise aos resultados obtidos no modelo de efeitos fixos. Testando os dados, foi obtido o seguinte Teste de Hausman, cujos resultados são apresentados na tabela 33.

**Tabela 33- Teste de Hausman- Modelo 3**

<b>Teste de Hausman</b>			
<i>Test Summary</i>	<i>Chi-Sq. Statistic</i>	<i>Chi-Sq. d.f.</i>	<i>Prob.</i>
<i>Cross-section random</i> (para todas as empresas)	35,0981	5	0,0000
<i>Cross-section random</i> (apenas empresas com <i>cash flow</i> positivo)	43,2243	5	0,0000

**Fonte:** Elaboração Própria, com dados obtidos através da SABI e com auxílio do *software EViews*.

Como se pode verificar na tabela 33, o resultado do teste sugere que, para um nível de significância de 5%, rejeita-se a hipótese nula, ou seja, o modelo de efeitos fixos é a forma mais adequada de proceder à estimação do modelo 3.

Assim, e em confrontação com a literatura empírica existente, a tabela 34 apresenta sucintamente os efeitos obtidos.

Como se pode observar na tabela 34, os efeitos esperados e as suas conclusões são similares aos obtidos no modelo 2, com a exceção da variável  $\frac{Exportações_{it}}{V_{it}}$  que, no caso da análise a todas as empresas, no modelo 2 teve um impacto negativo (embora estatisticamente não significativo) e no modelo 3 esta variável inverteu de sinal, apesar da sua insignificância estatística se ter mantido. Deste modo, no modelo 3 a variável  $\frac{Exportações_{it}}{V_{it}}$  teve um impacto positivo nas duas análises. Isto pode sugerir que os investimentos das empresas exportadoras são sensíveis aos *cash flows* gerados (Gupta, Wilson, Gregoriou e Healy, 2014), contudo, essa conclusão não é obtida de forma assertiva dada a insignificância estatística revelada pelos resultados obtidos.

**Tabela 34- Efeito Esperado vs. Efeito Obtido- Modelo 3**

Variáveis	Efeito das variáveis na literatura existente		Modelo 3 (para todas as empresas)	Modelo 3 (apenas empresas com cash flow positivo)
	Autores	Efeito		
$\frac{\Delta V_{it}}{V_{it-1}}$	Konings, Rizov e Vandenbussche (2003); Espanol (2006); Manole e Spatareanu (2010); Silva e Carreira (2010); Minetti e Zhu (2011); Silva e Carreira (2011); Silva (2012).	(+)	(-) **	(-)
$\frac{CF_{it}}{SC_{it-1}}$	Manole e Spatareanu (2010); Silva e Carreira (2010); Silva e Carreira (2011).	(+)	(+) **	(+) ***
$\frac{Exportações_{it}}{V_{it}}$	Gupta, Wilson, Gregoriou e Healy (2014).	(+)	(+)	(+)
	Campa e Shaver (2002).	(-)		
$\ln(dim_{it})$	Manole e Spatareanu (2010); Minetti e Zhu (2011).	(+)	(+) **	(+) *
$\frac{Div_{it}}{SC_{it-1}}$	Manole e Spatareanu (2010); Silva e Carreira (2010); Silva e Carreira (2011).	(+)	(+)	(+)

**Fonte:** Elaboração Própria, com dados obtidos através da SABI e com auxílio do *software EViews*.

**Nota 1:**  $\frac{I_{it}}{SC_{it-1}}$ : nível de investimento da empresa  $i$  no ano  $t$ ;  $\frac{\Delta V_{it}}{V_{it-1}}$ : crescimento de vendas da empresa  $i$  no ano  $t$ ;  $\frac{CF_{it}}{SC_{it-1}}$ : *cash flow* gerado pela empresa  $i$  no ano  $t$ ;  $\frac{Exportações_{it}}{V_{it}}$ : percentagem de exportações da empresa  $i$  no ano  $t$ ;  $\ln(dim_{it})$ : dimensão da empresa  $i$  no ano  $t$ ; e  $\frac{Div_{it}}{SC_{it-1}}$ : à dívida da empresa  $i$  no ano  $t$ .

**Nota 2:** \* para um nível de significância de 10%; \*\* para um nível de significância de 5%; \*\*\* para um nível de significância de 1%.

## 6. DISCUSSÃO DE RESULTADOS

Após o apuramento dos resultados obtidos nos três modelos econométricos, pode-se observar através da tabela 35 que, numa análise a todas as empresas em estudo e para um nível de significância estatística de 5%, o crescimento das vendas tem um impacto negativo sobre as decisões de investimento nos três modelos econométricos estudados, não satisfazendo o efeito inicialmente esperado. Contudo, e analisada a estatística descritiva obtida, este resultado seria de se prever uma vez que as empresas não exportadoras desinvestiram, durante os dois primeiros anos em análise, cerca de 42%, ao invés do crescimento de vendas que aumentou cerca de 5,50%. Quando analisadas as empresas que detinham exclusivamente *cash flows* positivos, o efeito esperado manteve-se negativo, embora que de valor inferior, contudo, esta variável revelou ter insignificância estatística.

Relativamente à variável que analisa as restrições financeiras das empresas em estudo, ao grau de significância estatística de 5% para a análise de todas as empresas, e 1% na análise às empresas que detêm *cash flows* positivos, os resultados revelam que quanto maior for o valor do *cash flow* de uma empresa maior será a sua capacidade de investimento, sugerindo que os fundos gerados internamente são um aspeto de grande importância perante uma decisão de investir das empresas da indústria de calçado português (Silva e Carreira, 2010; Silva e Carreira, 2011; e Manole e Spatareanu, 2010). Contudo, quando analisada esta variável distinguindo as empresas exportadoras das não exportadoras, esta variável tem um impacto negativo revelando que os investimentos das empresas exportadoras são financiados mais facilmente do que as empresas não exportadoras (Manole e Spatareanu, 2010). A insignificância estatística quando separadas as empresas exportadoras das não exportadoras indica que, em termos de investimento, o comportamento das empresas exportadoras não difere das não exportadoras.

Quando introduzida a variável  $\frac{Exportações_{it}}{V_{it}}$  nos modelos 2 e 3, verificou-se que, com a exceção da análise a todas as empresas no modelo 2, quanto maior for o volume de exportações das empresas exportadoras, maior será a sua capacidade de investimento, revelando a importância que as exportações têm quanto às decisões de investimento das empresas exportadoras (Gupta, Wilson, Gregoriou e Healy, 2014). Contudo, em ambos os modelos, a introdução desta variável não adicionou relevância estatística.

**Tabela 35- Efeito Esperado vs. Efeito Obtido**

Variáveis	Efeito das variáveis na literatura existente		Modelo1		Modelo 2		Modelo 3	
	Autores	Efeito	Para todas as empresas	Apenas Empresas com <i>cash flow</i> positivo	Para todas as empresas	Apenas Empresas com <i>cash flow</i> positivo	Para todas as empresas	Apenas Empresas com <i>cash flow</i> positivo
$\frac{\Delta V_{it}}{V_{it-1}}$	Konings, Rizov e Vandenbussche (2003); Espanol (2006); Manole e Spatareanu (2010); Silva e Carreira (2010); Minetti e Zhu (2011); Silva e Carreira (2011); Silva (2012).	(+)	(-) **	(-)	(-) **	(-)	(-) **	(-)
$\frac{CF_{it}}{SC_{it-1}}$	Manole e Spatareanu (2010); Silva e Carreira (2010); Silva e Carreira (2011).	(+)	(+) **	(+) ***	(+) **	(+) ***	(+) **	(+) ***
$\frac{CF_{it}}{SC_{it-1}}$ * <i>Exportador<sub>it</sub></i>	Campa e Shaver (2002); Greenaway, Guariglia e Kneller (2007); Manole e Spatareanu (2015).	(+)	(-)	(-)	(-)	(-)		
	Manole e Spatareanu (2010).	(-)						
$\frac{Exportações_{it}}{V_{it}}$	Gupta, Wilson, Gregoriou e Healy (2014).	(+)			(-)	(+)	(+)	(+)
	Campa e Shaver (2002).	(-)						
$\ln(dim_{it})$	Manole e Spatareanu (2010); Minetti e Zhu (2011).	(+)	(+) **	(+) *	(+) **	(+) *	(+) **	(+) *
$\frac{Div_{it}}{SC_{it-1}}$	Manole e Spatareanu (2010); Silva e Carreira (2010); Silva e Carreira (2011).	(+)	(+)	(+)	(+)	(+)	(+)	(+)

**Fonte:** Elaboração Própria, com dados obtidos através da SABI e com auxílio do *software EViews*.

**Nota 1:**  $\frac{I_{it}}{SC_{it-1}}$  : nível de investimento da empresa *i* no ano *t*;  $\frac{\Delta V_{it}}{V_{it-1}}$  : crescimento de vendas da empresa *i* no ano *t*;  $\frac{CF_{it}}{SC_{it-1}}$  : *cash flow* gerado pela empresa *i* no ano *t*;  $\frac{CF_{it}}{SC_{it-1}}$

\* *Exportador<sub>it</sub>* : *cash flow* gerado pela empresa exportadora *i* no ano *t*;  $\frac{Exportações_{it}}{V_{it}}$  : percentagem de exportações da empresa *i* no ano *t*;  $\ln(dim_{it})$ : dimensão da empresa *i* no ano *t*; e  $\frac{Div_{it}}{SC_{it-1}}$  : à dívida da empresa *i* no ano *t*.

**Nota 2:** \* para um nível de significância de 10%; \*\* para um nível de significância de 5%; \*\*\* para um nível de significância de 1%.



Já no que concerne à variável dimensão, os resultados estimados, ao grau de significância de 5% na análise a todas as empresas, e 10% na análise às empresas que detêm *cash flows* positivos, os três modelos econométricos estudados mostram que quanto maior for a dimensão de uma empresa da indústria de calçado, maior será a sua capacidade de investimento.

Em relação ao nível de endividamento, os resultados sugerem igualmente que quanto maior for o grau de endividamento das empresas da indústria de calçado português, maior será a sua capacidade de investimento. Todavia, esta variável revelou não ter significância estatística para a presente investigação.



## 7. CONCLUSÃO

A internacionalização é um tipo de estratégia que necessita de muita ponderação por parte das empresas que pretendam alcançar o mercado externo. Contudo, a decisão de adotar este tipo de estratégia é muito importante no mundo empresarial, pois permite a divulgação dos produtos das empresas em países diferentes do de origem, gerando benefícios quer para a empresa em questão, quer para a economia nacional, contribuindo assim para um mundo mais globalizado.

A presente dissertação teve como objetivo verificar se as empresas exportadoras são mais ou menos restritas financeiramente do que as empresas não exportadoras quando estas se encontram perante uma decisão de investimento. Este estudo foi aplicado ao setor industrial de calçado português, uma vez que atualmente é uma indústria onde a maioria da sua produção se destina ao mercado externo. O objetivo da dissertação foi explorado recorrendo-se à análise económica e financeira do setor para um período compreendido entre 2011 e 2013 e ainda a três modelos estimados econometricamente, tendo como variável dependente o nível das decisões de investimento das empresas a estudar. Para a dissertação, adaptou-se um modelo semelhante ao de Manole e Spatareanu (2010), tendo como variáveis explicativas o crescimento das vendas, o *cash flow* (variável adotada para medir as restrições financeiras), a variável *dummy* “Exportador” assumindo o valor 1 no caso das empresas exportadoras e valor 0 caso seja empresa não exportadora, a dimensão da empresa e o nível de endividamento. Para além destas variáveis, foi adicionada uma variável que mede a percentagem das exportações efetuadas pelas empresas exportadoras como forma de estudar se existem diferenças entre a variável que mede as restrições financeiras e a variável *dummy* “Exportador”.

Numa primeira análise, uma vez que apenas foi estudado um setor de atividade, esta opção poderia ter originado o problema da amostra disponível ser reduzida, podendo incorrer num risco de obter resultados não significativos. No entanto, e após a contabilização dos dados, este problema foi ultrapassado, conseguindo-se observar variáveis que explicassem a temática em estudo.

A literatura empírica analisada sugere que, no geral, as empresas exportadoras são menos restritas financeiramente face às empresas não exportadoras e que, deste modo, têm uma melhor saúde financeira e uma maior capacidade para fazer face às adversidades financeiras que possam surgir. Deste modo, procurou-se verificar se os restantes resultados obtidos no presente estudo iriam ao encontro da literatura já existente.

Atualmente o setor de calçado é um caso de sucesso no que diz respeito à sua evolução quer em *design* quer na aposta na inovação, sendo um dos setores mais dinâmicos da economia portuguesa (APICCAPS, 2014). Através da recolha e posterior análise descritiva dos dados, estes revelaram que as empresas da indústria de calçado têm aumentado o seu nível de investimento nos anos em estudo. Contudo, no ano de 2012 as empresas não exportadoras desinvestiram 41,69% face ao ano anterior, sendo que, as empresas exportadoras no mesmo período em análise, aumentaram os seus investimentos revelando a sua capacidade financeira para investir nos mercados estrangeiros.

No entanto, esta variável não poderia ser analisada isoladamente uma vez que foi detetado por Manole e Spatareanu (2010) e Espanol (2006) que o investimento estaria relacionado com o nível de dívida das empresas. Deste modo, e analisando os dados obtidos, constatou-se que, quanto maior for o nível de investimento das empresas exportadoras, maior será o seu nível de endividamento, como também observado por Manole e Spatareanu (2010).

No que concerne ao crescimento das vendas, a evolução quer para as empresas exportadoras quer para as empresas não exportadoras foi similar, tendo em média um crescimento de vendas de 5,8% para as empresas exportadoras e 4,7% para as empresas não exportadoras. No que diz respeito às exportações, estas revelam-se com uma tendência de crescimento, salientando o facto de que, do ano 2011 para 2012, houve um aumento nas exportações para o Mercado Extracomunitário de cerca 23%, revelando que as empresas exportadoras têm apostado fortemente nos mercados fora da zona Euro.

No que diz respeito à análise econométrica, os resultados obtidos sugerem que o efeito do *cash flow* nas decisões de investimento das empresas é positivo e estatisticamente significativo, indicando que os fundos internos das empresas são um fator importante e determinante perante uma decisão de investimento das empresas da indústria de calçado português (Manole e Spatareanu, 2010). Já quando se diferem as empresas exportadoras das não exportadoras através da variável *dummy*, o sinal do efeito inverte-se, tornando-se negativo, sugerindo que as empresas exportadoras financiam os seus investimentos mais facilmente que as empresas não exportadoras. Contudo, esta variável é estatisticamente não significativa, indicando que as empresas exportadoras não diferem o seu comportamento em termos de investimento das demais empresas.

Deste modo, a presente dissertação oferece um poder explicativo adicional aos determinantes já identificados na literatura empírica já existente, investigando as restrições financeiras das empresas da indústria de calçado português. Contudo, com outros recursos como uma base de dados mais extensa e completa, seria interessante reaplicar o mesmo numa investigação futura, por forma a obter resultados mais consistentes e eficientes. Por outro lado, seria interessante aplicar a mesma temática a outras indústrias portuguesas de forma a apurar se os resultados seriam semelhantes noutros setores com igual, ou semelhante, vocação exportadora.

Este estudo teve como principais limitações a reduzida dimensão da amostra pois, após os filtros realizados, houve inúmeras empresas que foram excluídas do estudo visto que não continham informação completa sobre as variáveis a estudar, não se podendo aprofundar a investigação. Por outro lado, não foi possível utilizar outras metodologias adotadas por outros autores devido à informação que seria necessária ser de caráter privado das empresas (como, por exemplo, a notação de *rating* do crédito) e que não se encontra disponível para consulta pública.



## REFERÊNCIAS

- Abor, Joshua Yindenaba; Agbloyor, Elikplimi Komla e Kuipo, Ransome (2014). “Bank finance and export activities of Small and Medium Enterprises”, *Review of Development Finance*. Vol. 4 (2), 97-103.
- APICCAPS (2013). “Quadro Síntese 2013- Indústria de Calçado”, disponível através do [link: http://www.apiccaps.pt/c/document\\_library/get\\_file?uuid=d21b0e60-4ad4-41b3-b6b0-d9d4f206ace2&groupId=10136](http://www.apiccaps.pt/c/document_library/get_file?uuid=d21b0e60-4ad4-41b3-b6b0-d9d4f206ace2&groupId=10136).
- APICCAPS (2014). “Monografia Estatística: Calçado, Componentes e Artigos de Pele”, disponível através do [link: http://www.apiccaps.pt/c/document\\_library/get\\_file?uuid=6c1bceac-73b5-4f54-b7d0-3a117ad7be69&groupId=10136](http://www.apiccaps.pt/c/document_library/get_file?uuid=6c1bceac-73b5-4f54-b7d0-3a117ad7be69&groupId=10136).
- Arslan, Özgür e Karan, Mehmet Baha (2009). “Credit risks and internationalization of SMEs”, *Journal of Business Economics and Management*. Vol. 10, 361-368.
- Askenazy, Philippe; Caldera, Aida; Gaulier, Guillaume e Irac, Delphine (2015). “Financial constraints and foreign market entries or exits: firm-level evidence from France”, *Review of World Economics*. Vol. 151 (2), 231-253.
- Banco de Portugal (2012). “Análise Setorial da Indústria do Calçado”, *Estudos da Central de Balanços*, disponível através do [link: https://www.bportugal.pt/pt-PT/ServicosaoPublico/CentraldeBalancos/Biblioteca%20de%20Tumbnails/Estudos%20da%20CB%2010\\_2012.pdf](https://www.bportugal.pt/pt-PT/ServicosaoPublico/CentraldeBalancos/Biblioteca%20de%20Tumbnails/Estudos%20da%20CB%2010_2012.pdf).
- Bellone, Flora; Musso, Patrick; Nesta, Lionel e Schiavo, Stefano (2010). “Financial Constraints and Firm Export Behaviour”, *The World Economy*. Vol. 33 (3), 347-373.
- Bridges, Sarah e Guariglia, Alessandra (2008). “Financial Constraints, Global Engagement, And Firm Survival In The United Kingdom: Evidence From Micro Data”, *Scottish Journal of Political Economy*. Vol. 55 (4), 444-464.
- Campa, José Manuel e Shaver, J. Myles (2002). “Exporting and capital investment: On the strategic behavior of exporters”, IESE Business School, University of Navarra. IESE Research Papers Nº 469, setembro, disponível através do [link: http://www.iese.edu/research/pdfs/DI-0469-E.pdf](http://www.iese.edu/research/pdfs/DI-0469-E.pdf).
- Chaney, Thomas (2013). “Liquidity Constrained Exporters”, NBER Working Papers 19170, National Bureau of Economic Research, disponível através do [link: http://www.nber.org/papers/w19170.pdf](http://www.nber.org/papers/w19170.pdf).

- Espanol, Paula (2006). "Why exporters can be financially constrained in a recently liberalised economy? A puzzle based on Argentinean firms during the 1990s", Proceedings of the German Development Economics Conference, Berlin 2006 7, Verein für Socialpolitik, Research Committee Development Economics, disponível através do *link*: <http://econstor.eu/bitstream/10419/19835/1/espanol.pdf>.
- Forlani, Emanuele (2010). "Liquidity Constraints and Firm's Export Activity", Centro Studi Luca D'Agliano, Université Catholique de Louvain, Development Working Papers 291, disponível através do *link*: [http://www.dagliano.unimi.it/media/WP2010\\_291.pdf](http://www.dagliano.unimi.it/media/WP2010_291.pdf).
- Gelos, R. Gaston e Werner, Alejandro M. (2002). "Financial liberalization, credit constraints, and collateral: investment in the Mexican manufacturing sector", *Journal of Development Economics*. Vol. 67 (1), 1-27.
- Gondzik, Agathe (2015). "The Netherlands and their SMEs - Evidence for the impact of the global financial crisis on the access to external financing", 5th IBA Bachelor Thesis Conference, University of Twente, The Faculty of Behavioural, Management and Social Sciences, disponível através do *link*: [http://essay.utwente.nl/67279/1/Gondzik\\_BA\\_BMS.pdf](http://essay.utwente.nl/67279/1/Gondzik_BA_BMS.pdf).
- Greenaway, David; Guariglia, Alessandra e Kneller, Richard (2007). "Financial factors and exporting decisions", *Journal of International Economics*, Vol. 73 (2), 377-395.
- Gupta, Jairaj; Wilson, Nicholas; Gregoriou, Andros e Healy, Jerome (2014). "The effect of internationalisation on modelling credit risk for SMEs: Evidence from UK market", *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*. Vol. 31, 397-413.
- Jornal APICCAPS (Edição nº 180- setembro 2011). "Notícias", disponível através do *link*: [http://www.apiccaps.pt/c/document\\_library/get\\_file?uuid=fe32456a-e6f8-4b0a-bf01-2fe11f8093f1&groupId=10136](http://www.apiccaps.pt/c/document_library/get_file?uuid=fe32456a-e6f8-4b0a-bf01-2fe11f8093f1&groupId=10136).
- Jornal APICCAPS (Edição nº 213- setembro 2014). "Notícias", disponível através do *link*: [http://www.apiccaps.pt/c/document\\_library/get\\_file?uuid=ab61fb37-5e3a-45d3-aace-84b8f51fdb5d&groupId=10136](http://www.apiccaps.pt/c/document_library/get_file?uuid=ab61fb37-5e3a-45d3-aace-84b8f51fdb5d&groupId=10136).
- Konings, Jozef; Rizov, Marian e Vandenbussche, Hylke (2003). "Investment and financial constraints in transition economies: micro evidence from Poland, the Czech Republic, Bulgaria and Romania", *Economics Letters*. Vol. 78, 253-258.
- Manole, Vlad e Spatareanu, Mariana (2010). "Exporting, capital investment and financial constraints", *Review of World Economics*. Vol. 146, 23-37.



- Manole, Vlad e Spatareanu, Mariana (2015). "Investment climate, foreign networks and exporting – evidence from Africa", *International Review of Applied Economics*. Vol. 29 (3), 349-373.
- Minetti, Raoul e Zhu, Susan Chun (2011). "Credit constraints and firm export: Microeconomic evidence from Italy", *Journal of International Economics*. Vol. 83 (2), 109-125.
- Revista CaixaEmpresas (revista que faz parte integrante do Diário Económico n.º 5827, de 20 de dezembro de 2013), disponível através do *link*: <https://publishing.cgdwebservices.com/caixaempresas/dezembro2013/pdf/CGD.pdf>.
- Silva, Armando (2010). "The role of subsidies for exports: Evidence for Portuguese manufacturing firms", FEP Working Papers 383, Universidade do Porto, Faculdade de Economia do Porto, disponível através do *link*: [http://www.fep.up.pt/investigacao/workingpapers/10.07.26\\_wp383.pdf](http://www.fep.up.pt/investigacao/workingpapers/10.07.26_wp383.pdf).
- Silva, Armando (2011). "Financial Constraints and Exports: Evidence from Portuguese Manufacturing Firms", *International Journal of Economic Sciences and Applied Research*. Vol. 4 (3), 7-19.
- Silva, Filipe e Carreira, Carlos (2010). "Measuring firms' financial constraints: Evidence for Portugal through different approaches", GEMF Working Papers 2010-15, GEMF Faculdade de Economia, Universidade de Coimbra, disponível através do *link*: [http://gemf.fe.uc.pt/workingpapers/pdf/2010/gemf\\_2010-15.pdf](http://gemf.fe.uc.pt/workingpapers/pdf/2010/gemf_2010-15.pdf).
- Silva, Filipe e Carreira, Carlos (2011). "Financial Constraints and Exports: An Analysis of Portuguese Firms During the European Monetary Integration", *Notas Económicas*, Faculdade de Coimbra, Universidade de Coimbra, 35-56, disponível através do *link*: <http://notas-economicas.fe.uc.pt/texts/ne034n0211.pdf>.
- Silva, Filipe Manuel Fernandes Rosa Batista e (2012). "Financial constraints: an application to portuguese firms", Tese de Doutoramento, Faculdade de Economia, Universidade de Coimbra, disponível através do *link*: <https://estudogeral.sib.uc.pt/bitstream/10316/20786/1/Tese.pdf>.
- Wagner, Joachim (2014). "Credit constraints and exports: evidence for German manufacturing enterprises", *Applied Economics*, Taylor & Francis Journals. Vol. 46 (3), 294-302.
- Zia, Bilal H. (2008). "Export incentives, financial constraints, and the (mis)allocation of credit: Micro-level evidence from subsidized export loans", *Journal of Financial Economics*. Vol. 87 (2), 498-527.

Suporte Digital:

- [http://www.ine.pt/ine\\_novidades/semin/cae/CAE\\_REV\\_3.pdf](http://www.ine.pt/ine_novidades/semin/cae/CAE_REV_3.pdf), acedido no dia 2 de junho de 2015.
- [https://www.ine.pt/xportal/xmain?xpid=INE&xpgid=ine\\_indicadores&indOcorrCod=0007464&contexto=bd&selTab=tab2](https://www.ine.pt/xportal/xmain?xpid=INE&xpgid=ine_indicadores&indOcorrCod=0007464&contexto=bd&selTab=tab2), acedido no dia 4 de junho de 2015.
- <http://www.portugalglobal.pt/PT/Biblioteca/Paginas/Homepage.aspx>, acedido no dia 29 de abril de 2015.